

Historia Bancaria de los Estados Unidos. Dos siglos de lecciones sobre dinero y crisis

Banking History of the United States.
Two centuries of lessons on money and crisis

Guillermo L. Ordoñez

University of Pennsylvania y NBER (Estados Unidos)
ordonez@econ.upenn.edu

Resumen

Dos siglos de evolución del sistema bancario estadounidense proveen lecciones sobre el dinero creado por los bancos, su uso como medio de pago y su fragilidad. En este artículo se resume esta historia, con foco en el importante rol que la opacidad sobre los bancos y las garantías gubernamentales parecen tener para que las economías disfruten de bancos y medios de pago eficientes y estables.

Palabras clave: Historia Bancaria, Estados Unidos, Crisis Bancarias.

Códigos JEL: A10, E52, E58.

Atento a ser un trabajo por invitación, el presente es un artículo que no ha pasado por el proceso de arbitraje.

Abstract

Two centuries of evolution in the American banking system offer valuable insights into the money created by banks, its role as a means of payment, and its fragility. This article encapsulates this historical journey, focusing on the significant impact that bank opacity and government guarantees appear to have on the efficiency and stability of banks and payment methods.

Keywords: Banking History, United States, Banking Crises.

JEL Codes: A10, E52, E58.

Guillermo Ordoñez es Profesor de Economía y Finanzas en la Universidad de Pennsylvania, e investigador asociado en el National Bureau of Economic Research (NBER). Es asesor frecuente en la Reserva Federal de Filadelfia y Minneapolis, así como en el Banco Central de Chile. Fue profesor en la Universidad de Yale. Obtuvo su Doctorado en Economía de la Universidad de California en Los Ángeles (UCLA), y una Maestría en Economía del ILADES/Georgetown University y una Licenciatura en Economía de la Universidad Nacional de Córdoba. Actualmente, es editor de JET (Journal of Economic Theory) y Restud (Review of Economic Studies). Especializado en el estudio de la banca, las crisis financieras y las imperfecciones de información en los mercados financieros, es autor (junto a Gary Gorton) del libro “*Macroeconomics and Financial Crises: Bound Together by Information Dynamics*”, publicado por Princeton University Press en 2023.

1. Introducción

Estados Unidos ha experimentado una constante transformación en su banca durante más de dos siglos, mejorando su provisión de crédito, medios de pago y estabilidad. Este transitar, sin embargo, fue interrumpido numerosas veces por colapsos, pánicos y crisis. La lección principal en la que haré foco es que, cuando la confianza en el sistema tambalea, la producción excesiva de información acerca de los bancos y sus activos, así como la falta de un seguro gubernamental explícito que evite ese tambaleo, ha sido una constante en el advenimiento de crisis bancarias.

La historia bancaria en los Estados Unidos se puede dividir en tres etapas principales: una Era de Banca Libre (sin Banco Central ni dinero público), una Era de Banca Nacional (sin Banco Central pero con dinero público), y la era actual, la Era de Reserva Federal (con Banco Central y dinero público). Esta evolución fue acompañada de cambios en la forma en la cual la información es procesada por agentes financieros, así como qué tan involucrado está el gobierno en proveer garantías públicas.

Durante la primera etapa, se producía mucha información sobre los bancos, las transacciones se tornaban difíciles, y las fallas bancarias eran frecuentes. La segunda etapa avanzó hacia la implementación de un seguro privado entre bancos, que era respaldado por la falta de información sobre qué banco era fuerte o qué banco pasaba por una etapa difícil en un momento en particular, a lo que llamare “opacidad”¹. Esta etapa estuvo plagada de co-

rridas bancarias, lo que demostró la fragilidad de este seguro privado. La tercera etapa, que llega a nuestros días, estuvo dominada por un seguro público provisto por la Reserva Federal, como se le llama al Banco Central de Estados Unidos. Si bien el seguro público fue crucial para proporcionar servicios bancarios, manteniendo la estabilidad, en las últimas décadas ese seguro público resultó insuficiente, por lo que se desarrollaron nuevas formas de seguro privado (basado en la opacidad, tal como en las eras anteriores), lo que trajo consigo una nueva fuente de inestabilidad financiera, que tuvo su ejemplo más claro en la Gran Recesión del 2008. La forma en que se recuperó la estabilidad fue, de hecho, reintroduciendo liquidez pública a niveles sin precedentes.

Atento a lo anterior, este breve ensayo cuenta con cinco acápite, además de esta introducción. Los tres siguientes se destinan a cada una de las etapas mencionadas en que puede dividirse la historia bancaria de Estados Unidos. El penúltimo acápite se aplica a la acción de la Reserva Federal durante la llamada Gran Recesión, iniciada hacia el 2007. Finalmente, se cierra con las conclusiones.

2. Era de Banca Libre (1836-1864)

El Primer Banco de los Estados Unidos fue creado en 1791 como una de las innovaciones financieras propuestas por Alexander Hamilton, primer secretario del Tesoro, para financiar al gobierno y proveer crédito y moneda. Después de que la carta constitutiva del este banco expiró en 1836, varios estados implementaron leyes de banca libre, en parte como resultado de una iniciativa política encabezada por los demócratas jacksonianos, dirigida a disminuir la influencia económica y política de los grandes bancos ubicados en los centros financieros. Durante la década de 1830, la banca libre fue adoptada por Michigan, Georgia y Nueva York. Para 1860, otros 15 estados habían adoptado esta metodología bancaria.

1. El término opacidad, en el contexto de este artículo es usado como en Gorton y Ordoñez (2023), y se refiere a la propiedad de activos financieros de estar diseñados para desincentivar la adquisición de información detallada sobre su cualidad (serían pues “activos opacos”), tal que puedan ser transados entre agentes solo basados en características muy generales, “sin hacer preguntas sobre su cualidad específica.” Son, en otras palabras, *activos insensibles a la información*.

Como explica Sanches (2016), a pesar de su nombre, banca libre no significaba banca "sin reglas", simplemente que no se necesitaba un permiso por parte de una entidad gubernamental para abrir un banco. Una vez operando, el banco estaba sujeto a ciertas reglas de operación, requisitos de capital mínimo y la obligación de aportar garantías en bonos del gobierno estatal para respaldar sus pasivos.

Para abrir un banco, los propietarios vendían acciones del banco (llamadas suscripciones) y usaban los fondos para comprar bonos gubernamentales elegibles que permanecerían "depositados" con la autoridad estatal, la encargada de imponer estas restricciones.

Una vez que se "aprobaba" un banco, las autoridades estatales permitían al banco emitir *notas bancarias* (una forma de deuda emitida por el banco que no generaba intereses). El tenedor de estas notas podía devolverlas al banco emisor en cualquier momento a cambio de oro o plata. Estas notas, que fueron los antecesores de cheques al portador, se extendieron rápidamente. Entre 1837 y 1863, había aproximadamente 1500 notas bancarias diferentes en circulación.

Las notas bancarias, siendo pasivos de los bancos privados, no estaban exentas de riesgos si se usaban lejos del banco emisor, ya que devolver la nota tomaba tiempo, con la consecuente incertidumbre sobre la estabilidad de su emisor. Como ilustra Gorton (2013), un tenedor de una nota de un banco en Boston, por ejemplo, podía ir rápidamente al banco y pedir oro sin incurrir en costos de transporte ni retrasos. Así, el banco local solía considerarse libre de riesgos durante períodos muy cortos. En contraste, las notas emitidas por bancos de Boston se descontaban si se usaban en lugares más distantes. Una nota de \$10 de un banco de Boston podría valer solo \$9.5 en la ciudad de Nueva York y \$9 en Filadelfia. Fuera de Boston, los descuentos aumentaban con la distancia

y disminuían con el tiempo a medida que el transporte y la comunicación mejoraban.

Una persona en Filadelfia, sin embargo, que recibía una nota de un banco de Boston, no necesariamente tenía que viajar a Boston para obtener oro y plata, sino que podía vender la nota en Filadelfia a alguien dispuesto a viajar. Esto generó un mercado de notas bancarias cuyos precios reflejaban con bastante precisión el riesgo del banco emisor, ya que se sostenía en el constante e intenso procesamiento de información sobre la ubicación, salud, antigüedad y noticias sobre bancos distantes, generando que los descuentos asignados a sus notas variaran diariamente.

Esta volatilidad en los descuentos de notas bancarias tornaba las transacciones costosas e inciertas. Si a una persona sin conocimientos sobre la banca se le ofrecía una de estas notas, tenía pocas opciones más que aceptarla. Un comerciante tendría que escrutar el billete desgastado y sucio durante varios minutos, considerándolo más probablemente "bueno" si estaba desgastado y sucio, ya que estas características indicaban una circulación larga y exitosa. Una comunidad obligada a realizar sus negocios de esta manera estaba esencialmente privada de los beneficios del dinero y los medios de pago.

No solo las notas bancarias en esta etapa no eran muy útiles para sostener transacciones, pero los bancos emisores solían quebrar con frecuencia. Algunos historiadores como Rockoff (1974) culparon a lo que se llamó "wildcat banking", un fenómeno en el que los banqueros que obtenían oro y plata a cambio de notas bancarias simplemente desaparecían con el oro después de emitir un gran volumen de notas. Otros historiadores culparon también a la intensa competencia, que inducía una toma excesiva de riesgos. Rolnick y Weber (1983), por otro lado, proporcionaron evidencia que los bancos quebraban generalmente después

de una pérdida de valor de los bonos estatales que tenían depositados en la autoridad gubernamental. Estas distintas explicaciones, sin embargo, no son inconsistentes. El requisito impuesto a los bancos de depositar bonos estatales en la autoridad gubernamental era entendido como una forma de desincentivar “wildcat banking.” Tan pronto como esos bonos perdían valor, huir con oro y plata y perder esos bonos se volvía más tentador para los banqueros y llevaba a quiebras generalizadas.

En resumen, este período estuvo marcado por una intensa producción de información sobre la salud de cada banco, falta de supervisión gubernamental y requisitos de mantener cómo garantía (insuficiente) bonos gubernamentales (riesgosos). El resultado fue una miríada de notas bancarias privadas, que a pesar de ser más convenientes que el oro y la plata para transar, eran aun así formas bastante inferiores de medios de pago ya que sus valores fluctuaban constantemente.

3. Era de Banca Nacional (1864 – 1913)

Para abril de 1861, varios estados del sur se habían separado de la Unión y poco después estalló la guerra entre el Norte y el Sur de Estados Unidos. La Guerra Civil cambió el panorama del sistema bancario, ya que el gobierno federal, radicado en Washington, necesitaba fondos para financiar el conflicto. El Congreso aprobó una ley en julio de 1861 que autorizaba al secretario del Tesoro, Salmon P. Chase, a tomar préstamos en nombre del gobierno federal y a emitir notas del Tesoro como garantía para dichos préstamos. Estos préstamos del gobierno fueron en su gran mayoría, obtenidos de bancos en Boston, Nueva York y Filadelfia.

En 1863, en un esfuerzo adicional por recaudar fondos para financiar la Guerra Civil, el Congreso aprobó la Ley Bancaria Nacional. Bajo esta ley, los bancos podían solicitar una

carta constitutiva nacional, comprando bonos del gobierno de EE. UU. que devengaban intereses. Muchos bancos pasaron así de la esfera estatal a la nacional. La ley también permitió la creación de notas bancarias nacionales, con el nombre del banco emisor, pero idénticas en diseño, tamaño y color. Este cambio constituyó un primer paso hacia un sistema monetario más uniforme y estable. En esta línea, el Congreso también autorizó al Tesoro a emitir notas propias, sin intereses, llamadas *greenbacks*, las que fueran predecesoras del dólar (incluso en su color distintivo). Como los *greenbacks* no se podían canjear por oro y plata, se convirtieron efectivamente en la primera moneda nacional de Estados Unidos.

En este período, los depósitos a la vista, específicamente cuentas corrientes, crecieron enormemente. Los cheques relacionados con las cuentas corrientes eran bastante diferentes a las notas bancarias. La ventaja era que las cuentas corrientes proporcionaban intereses a los depositantes. La desventaja era que la validez de los cheques dependía no solo del banco emisor, sino también del individuo que emitía el cheque, quien necesitaba tener fondos suficientes en su cuenta corriente. Esta condición extra hizo que el mercado de cheques fuese casi inexistente comparado con el mercado que se había desarrollado para notas bancarias. A pesar de su opacidad y a la inexistencia de un mercado que procesara información sobre los bancos emisores de estas cuentas corrientes, los cheques ganaron gran popularidad en áreas urbanas donde verificar la identidad de una persona era más sencillo.

2. Para 1865, había 349 bancos estatales y 1,294 bancos nacionales en Estados Unidos. Para 1892, los números eran más parejos con 3733 bancos estatales y 3759 bancos nacionales. El sistema dual de bancos con licencia estatal y bancos con licencia nacional continúa hoy. A partir de 2010, había 5249 bancos estatales con activos totales de 3.6 billones de dólares, en comparación con 1427 bancos nacionales con activos totales de 8.3 billones de dólares.

La gestión de cheques requería de un proceso conocido en inglés como "clearing". Cuando los cheques escritos en un banco se depositaban en otro banco, el banco receptor tenía que presentar esos cheques al banco emisor para su pago. A medida que aumentaba el número de cheques, clearing se hacía más complicado y oneroso, llevando a la creación de las *clearinghouses*. Estas instituciones operaban en un lugar central, al cual los bancos podían enviar y recibir cheques de otros bancos, neteando sus reclamos. La primera *clearinghouse* en Estados Unidos, la New York Clearing House, se estableció en 1853 y rápidamente se expandió a nivel nacional.

El proceso de clearing introdujo riesgo de contraparte entre bancos. En respuesta, las *clearinghouses* asumieron responsabilidades de supervisión de sus bancos miembros, requiriendo ciertos niveles de capital y reservas, restringiendo tasas de interés, y llevando a cabo auditorías y reportes. A pesar del proceso de supervisión, los resultados de este monitoreo permanecían confidenciales. La reducción en la cantidad de información sobre bancos hizo que los cheques se utilizaran más ampliamente para fines de transacción que las notas bancarias que circulaban previamente. Dado que la información sobre bancos era menos intensa, tanto los cheques como los greenbacks se convirtieron en formas de pago superiores y comenzaron a dominar las transacciones. De esta manera, en la economía estadounidense, los medios de pago mejoraron.

A pesar de su éxito en financiar la Guerra de Secesión y en abrir las puertas a una moneda uniforme, el sistema experimentó muchos pánicos bancarios, uno en cada década después de este conflicto civil. Estos pánicos generalmente comenzaban cuando los depositantes sospechaban que su banco no podía cumplir con las solicitudes de retiro, lo que podía no ser correcto. Esto desencadenaba una "estampida" en el banco, generalmente

contagiando a otros bancos en lo que se convertía en un pánico generalizado. En 1907, se produjo quizás el pánico bancario más grande, que llevo a la peor depresión que Estados Unidos haya experimentado hasta ese momento. El sistema bancario logro estabilizarse gracias a la intervención del magnate financiero J. P. Morgan, quien comprometió grandes sumas de su propia fortuna y convenció a otros banqueros de participar en ese esfuerzo para mantener el sistema bancario a flote. Moen and Tallman (1992) hacen una exposición muy clara de cómo comenzó, se desarrolló y finalizó el pánico de 1907.

Las *clearinghouses* no solo fueron importantes en mejorar el uso del dinero a través de la expansión de cheques, pero fueron también relevantes en enfrentar los pánicos financieros de 1893 y 1907. Como explican Moen and Tallman (2000), cuando el pánico era prevalente, las *clearinghouses* suspendían la convertibilidad, cesando el intercambio de moneda por cheques. En lugar de cheques, se emitía lo que se conocían como *certificados de préstamo de clearinghouses*, en pequeñas denominaciones, los que podían ser utilizados como forma de dinero mientras duraban los pánicos. Estos certificados estaban respaldados colectivamente por todos los bancos miembros de la *clearinghouse*. Como resultado, cualquier reclamo contra un banco individual potencialmente insolvente se transfería al grupo colectivo de bancos.

En otras palabras, las *clearinghouses* implementaron un seguro privado que se disipaba en tiempos de crisis. La opacidad sobre los miembros no solo era clave para que los cheques de bancos en problemas momentáneos circularan sin interrupción como dinero sino que el seguro privado explícito era un instrumento para mantener esa "opacidad" y evitar la adquisición de información sobre cada miembro y generar un potencial contagio. Esta discusión puede verse en Gorton (1985).

A raíz de la crisis financiera de 1907, tanto los banqueros como el Congreso decidieron que era hora de revisar la idea de un banco nacional centralizado. El Congreso estableció la Comisión Monetaria Nacional en 1908 con el fin de explorar métodos para estabilizar el sistema monetario. Dicha comisión destacó la naturaleza "inelástica" de la moneda estadounidense, en el sentido que la oferta monetaria no se adaptaba rápidamente a fluctuaciones en la demanda de dinero. Estas discusiones finalmente condujeron a la redacción de un proyecto de ley que proponía para Estados Unidos un nuevo banco central descentralizado, conocido como el Sistema de la Reserva Federal. Este proyecto de ley se aprobó en diciembre de 1913, marcando el nacimiento de lo que es hoy el banco central de Estados Unidos, o simplemente la Fed.

La Era de Banca Nacional fue entonces un período con mayor participación del gobierno en organizar y uniformizar el sistema bancario. Aun así, los bancos, ocultando cuales estaban teniendo un mejor o peor rendimiento en un momento dado (incluso durante crisis) se aseguraban a sí mismos. Las *clearinghouses* fueron fundamentales para implementar este seguro privado. Sin embargo, basado en medios privados, este sistema era frágil y enfrentó continuas interrupciones, corridas y pánicos, lo que resaltó la necesidad de que el gobierno complementara el seguro privado con la provisión de una garantía gubernamental.

4. Era de la Reserva Federal (1913–hoy)

La Reserva Federal se convirtió en el "banco de bancos", tomando la iniciativa reguladora para garantizar la calidad de los bancos miembros. El origen del nombre "Reserva Federal" es en parte explicado por la forma en que se lidió con el problema de "moneda inelástica," que consistía en crear una moneda completamente nueva—nota de la Reserva Federal— y ponerla en circulación, requiriendo a los bancos miem-

bro mantener reservas en uno de los doce Bancos Regionales del Sistema de la Reserva Federal. Las ganancias de estas actividades se entregaban al Tesoro de los EE.UU. La Reserva Federal también recibió autoridad sobre el sistema de pagos del país, las transferencias financieras y el procesamiento de cheques, funciones que anteriormente eran llevadas a cabo privadamente por las *clearinghouses*.

Como la Reserva Federal concedía a sus miembros acceso a una ventanilla de descuento para proporcionar liquidez pública (y hacer la moneda más elástica), se esperaba originalmente que todos los bancos se convirtieran en miembros. Según muestra Anderson, Erol and Ordoñez (2022), mientras que a los bancos nacionales se les obligó a convertirse en miembros, más del 90% de los bancos estatales optaron por abstenerse, ya que terminaron usando a los que eran miembros para acceder indirectamente a la ventanilla de descuento proporcionada por la Reserva Federal, sin necesidad de estar sujetos a regulaciones y restricciones que eran más rigurosas.

La Gran Depresión ocurrió menos de dos décadas después de que la Reserva Federal fuera creada, y la cambió fundamentalmente. Modificó, por ejemplo, su equilibrio de poder, reduciendo la independencia de los doce Bancos de la Reserva y concentrando poder en la Junta de la Reserva Federal (el Board), quien obtuvo la autoridad para determinar las tasas de descuento de manera uniforme en todas las regiones. En este punto, la Reserva Federal asumió también el papel principal en la conducción de política monetaria, que se completó en 1933, cuando el Presidente Franklin Roosevelt eliminó el patrón oro. La Gran Depresión introdujo también transformaciones sustanciales en la relación entre la Reserva Federal y el sistema bancario. Se crearon múltiples agencias gubernamentales dedicadas al sector financiero, ordenando la regulación de los bancos. Mientras que la Reserva Federal

mantuvo su autoridad supervisora sobre los bancos miembros estatales, la Oficina del Controlador de la Moneda continuó su supervisión de los bancos nacionales.

A pesar de la necesidad de una mayor supervisión, el pánico bancario experimentado durante la Gran Depresión dejó en claro que faltaba algo más fundamental para lograr la estabilidad del sistema: un respaldo público que mantuviera la *opacidad* bancaria en momentos en que la confianza en el sistema tambaleara. No solo la regulación debía ser confidencial, para mantener la opacidad, sino que se entendió que cuando la confianza tambalea, los agentes quieren informarse sobre el estado de sus bancos, interrumpiendo el rol de sus cheques como medio de pagos rápidos y sin descuento. Era necesario entonces que los depositantes tuvieran tranquilidad, incluso en situaciones económicas difíciles, y solo el gobierno podría proporcionar dicha tranquilidad.

Como resultado, se dio una evolución notable que consistió en la introducción de un sistema de seguro federal de depósitos, supervisado por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés). La FDIC fue creada en 1933, durante el pánico bancario que se dio durante la Gran Depresión, asumiendo también responsabilidades de supervisión de todos los bancos estatales no afiliados al Sistema de la Reserva Federal, pero cuyos depósitos estaban asegurados. El seguro de depósito inicial era de 5000 dólares. Este monto ha sido actualizado seis veces hasta el momento.⁴ Hasta 1980, esta actualización fue proporcional al crecimiento de la riqueza estadounidense. Después de 1980 no se actualizó hasta el 2009 (después de la crisis reciente), a pesar de que la riqueza de los hogares ameri-

canos creció más de 10 veces; un crecimiento, aclaremos, concentrado en el nivel más alto de la distribución.

Después de estos cambios motivados por la Gran Depresión, el Sistema de la Reserva Federal se mantuvo sin modificaciones substanciales. Su conducción de política monetaria se reforzó al separarse de las funciones del Tesoro a través del "Acuerdo del Tesoro y la Reserva Federal" después de la Segunda Guerra Mundial. Esta separación de funciones entre la Fed y el Tesoro fue clave durante los años setenta, cuando la Reserva Federal tuvo que afrontar el desafío de controlar un proceso de alta inflación. Luego del control inflacionario de los setenta, Estados Unidos disfrutó de un período de más de 20 años de estabilidad, comúnmente referido como la Gran Moderación, sin corridas bancarias ni contratiempos en el sistema financiero.

La Era de la Reserva Federal sigue hasta nuestros días. Este periodo se caracterizó por la coexistencia de dinero público y dinero privado, forjado en la opacidad acerca de la salud de los bancos individuales (seguro privado) y un respaldo público suficiente para mantener la confianza en el sistema financiero (seguro público). La Gran Depresión dejó claro que para la estabilidad y correcto funcionamiento del dinero privado se necesita de un respaldo público que mantenga la tranquilidad de los depositantes durante circunstancias económicas comprometidas. Este respaldo fue instrumentado con seguro de depósito. El periodo de tranquilidad llamado Gran Moderación, sin embargo, escondería un cambio dramático en el sistema bancario, que acumularía una fragilidad a espaldas de reguladores y los académicos, y que desencadenaría la Gran Recesión del 2008, el segundo colapso económico y financiero en la historia de Estados Unidos, solo sobrepasado por la Gran Depresión. **¿Cómo la Gran Moderación se convirtió de pronto en la Gran Recesión? Vayamos a ese punto.**

3. El seguro de depósito se incrementó a U\$S10.000 en 1950, a U\$S 15.0000 en 1966, a U\$S20.000 en 1969, a U\$S 40.0000 en 1974, U\$S 100.000 en 1980, y finalmente a U\$S 250.000 en 2009.

5. La Reserva Federal Durante la Gran Recesión

En 1950, el seguro de depósito era de 10 mil dólares y la riqueza neta por persona en Estados Unidos alrededor de 8.6 mil dólares, implicando un factor seguro/riqueza ligeramente superior a uno. En 2007, el seguro de depósito era de 100 mil dólares mientras que la riqueza neta por persona había ascendido a 233 mil dólares, con un factor seguro/riqueza de solo 0.4. Este rezago en la cobertura promedio de depósitos hizo que el seguro dejara de ser un arma efectiva para mantener la confianza en la salud del sistema financiero. Este número promedio en realidad minimiza el problema, ya que el aumento de riqueza se dio en los hogares que concentran más riqueza, lo que llevo a esos hogares, y gran parte de las firmas, a depender de otros instrumentos, los cuales no estaban públicamente asegurados, para llevar a cabo sus transacciones.

Los grandes depositantes (no asegurados por el seguro de depósito) canalizaron sus ahorros a través de bancos alternativos, como los fondos mutuos del mercado de dinero (MMMFs, por sus siglas en inglés⁴). Estas instituciones financieras obtenían grandes sumas de dinero (grandes “depósitos” no asegurados) dando como garantías paquetes de activos (conocidos como *securities*). Estos paquetes son construidos en base a dos procesos: *pooling*, que es el proceso de agrupar una gran cantidad de activos del mismo tipo (hipotecas, préstamos para compas de autos, préstamos a estudiantes, préstamos en tarjeta de crédito, etc.) y *tranching*, que es el proceso de separar el paquete en prioridad de pago. Estos dos procesos tienen como principal objetivo reducir los incentivos de los depositantes de investigar el colateral obtenido a cambio de sus “depósitos.” Esta opacidad, tal cual fuera el caso con las no-

tas bancarias y los cheques, permitían su uso para transacciones. ¿Pero cómo se transa con estos paquetes de activos? A través de *repo contracts*, que son instrumentos similares a los cheques, pero en vez de estar colateralizados por el portafolio de un banco, están colateralizados por el paquete de activo recibido. Tal como los cheques, estos activos pueden ser usados en varias transacciones, y entonces tienen una velocidad de circulación, tal como la tiene el dinero.

Puede verse el paralelismo de este sistema con el sistema prevalente en la Era de Banca Nacional. Antes, los cheques que se les daba a los “depositantes” eran colateralizados por una porción del portafolio de banco. Ahora, por paquetes de activos específicos. Antes, las transacciones se daban contra cheques, Ahora, contra *repo contracts*. Antes, los cheques funcionaban más efectivamente como dinero privado, si es que había opacidad sobre los bancos. Ahora, los repos funcionan más efectivamente como dinero privado, si es que hay opacidad sobre los paquetes de activos. Antes, las crisis se daban cuando los depositantes querían aprender sobre el estado financiero del colateral: es decir, el portafolio del banco. Ahora también. La Gran Recesión se dio cuando los depositantes quisieron aprender sobre el estado financiero del colateral: los paquetes de activos.

¿Como se ven las corridas bancarias en este sistema bancario moderno? El pánico se inició en 2007 cuando los depositantes comenzaron a preocuparse por el valor de cierto colateral, los paquetes de hipotecas subprime. En respuesta a esta preocupación, los “grandes depositantes” aumentaron el colateral requerido por un monto dado de dinero (lo que se llama un aumento de *haircut*). Esto es lo mis-

4. Las siglas provienen de *Money Market Mutual Funds* (MMMFs)

5. En el mundo de las finanzas, se denomina *colateral* a un activo que sirve como garantía de una operación financiera (p.ej. una emisión de bonos)

mo que dar al banco (MMMFs en este caso) menos dinero por el mismo valor del colateral: una corrida bancaria standard. Esto implica que el banco tiene que obtener fondos para pagar esos retiros, a un costo en términos de ventas forzadas de activos, no solo aquellos relacionados a hipotecas subprime. Los detalles empíricos y teóricos sobre esta corrida bancaria moderna pero estándar, están resumidos en Gorton and Ordoñez (2023).

En respuesta a la crisis y su potencial impacto en la economía, la Reserva Federal implementó varias medidas. Inicialmente, abordó los problemas con herramientas estándar, como relajar las condiciones sobre préstamos en ventanilla de descuento e introducir nuevos esquemas para motivar a los bancos a obtener liquidez. Posteriormente, la Fed fue más creativa, utilizando poderes bajo la Sección 13(3) de la Ley de la Reserva Federal. La Fed redujo su tasa de fondos federales a prácticamente cero, proveyó "alivio cuantitativo" (QE, por sus siglas en inglés), y llevó a cabo programas de intercambio de "activos tóxicos" (aquellos que dejaron de ser transados en mercados secundarios) por instrumentos más líquidos. Estos intercambios fueron hechos con opacidad sobre los bancos y activos involucrados, lo que relajó los incentivos de información. Puede, aquí también, verse un paralelismo con la forma en que las *clearinghouses* afrontaron las crisis bancarias en la Era de Banca Nacional. La efectividad de estos programas y su opacidad es explicada en Gorton and Ordoñez (2022).

A pesar de los esfuerzos concertados de la Fed y del Congreso, la recesión de 2007-2009 fue aun dura, con una caída del PIB del 4.5% y la tasa de desempleo duplicándose de menos del 5% al 10%, con una recuperación, particularmente en términos de empleo, bastante lenta. Después de controlada la crisis se implementaron dos cambios importantes para evitar similares crisis en el futuro. **Primero**, se incrementó el seguro de depósito a 250 mil

dólares, realineando el factor seguro/riqueza alrededor de uno. **Segundo**, se hizo explícito el compromiso del gobierno para respaldar la liquidez con fondos públicos si fueran necesarios. Estas dos decisiones reforzaron la garantía de medios de pago privado.

En 2020, la pandemia de COVID-19 representó otro desafío significativo para la Reserva Federal, ya que desencadenó convulsiones en los mercados financieros. La Reserva Federal respondió nuevamente de manera rápida y decisiva, con programas similares a los implementados durante la Gran Recesión, probablemente evitando otra crisis financiera y facilitado la recuperación de una recesión aguda pero breve. Si bien el ambiente regulatorio más estricto, impuesto después de la Gran Recesión, también puede haber jugado un papel en evitar problemas más severos, lo más importante fue demostrar el compromiso del gobierno de proporcionar liquidez, relajar preocupaciones y evitar que se produzca información excesiva sobre bancos y activos. Estas intervenciones a gran escala y la política monetaria altamente acomodaticia introdujeron presiones inflacionarias, que la Reserva Federal esta aun hoy tratando de controlar con un aumento sostenido de tasas de interés, después de más de una década de tasas cercanas a cero.

6. Conclusiones

Durante más de dos siglos de cambios y experimentos, la mayoría inducidos por azar más que por diseño, el sistema bancario americano, en su camino hacia un sistema más eficiente y estable, tropezó frecuentemente. Hay mucho por aprender de esta historia.

En la Era de la Banca Libre (1836-1864) solo existía dinero privado, emitido por bancos que eran sujetos a constantes procesos de adquisición de información sobre su estado financiero. Esta información condujo a numerosas quiebras bancarias y a que Estados Unidos

dependiera de una forma inferior de dinero para transacciones. La necesidad de financiar la Guerra Civil dio paso a la **Era de la Banca Nacional**, que homogeneizó este dinero privado, introdujo la primera forma de dinero público (*greenbacks*), dio lugar al uso de cheques y de las *clearinghouses*. La información menos intensiva sobre bancos permitió la existencia de mejores medios de pago para operar; y, por tanto, el dinero privado mejoró.

En la **Era de Banca Nacional** (1864-1913), a pesar de la mejora en el funcionamiento diario del sistema bancario, se dieron crisis frecuentes, cuando la pérdida de confianza en el sistema inducía información sobre bancos, interrumpiendo el uso del dinero privado. A pesar de los esfuerzos de las *clearinghouses* por evitar la generación de información, estos pánicos bancarios eran frecuentes y económicamente dolorosos. En un esfuerzo por contener estas corridas bancarias, se creó la Reserva Federal, que sustituyó el uso de *clearinghouses* privadas e inundó el sistema con dinero público. Es la Era de la Reserva Federal (iniciada en 1913 y que aún continúa). La Gran Depresión mostró sin embargo que los pánicos seguían siendo un problema y destacó la necesidad de proporcionar respaldos públicos cuando la confianza en el sistema bancario tambaleara, generando una producción excesiva de información sobre el estado de los bancos. Se introdujo así el seguro de depósitos, el cual eliminó pánicos bancarios durante 75 años; y, de allí, que el dinero privado mejoró y se hizo más estable.

Desde los años ochenta, sin embargo, el seguro de depósito no creció al ritmo desenfrenado en que lo hizo la riqueza de los hogares americanos. Como reacción, la economía se apoyó cada vez más en una nueva forma de "dinero privado" (*repos*) que era respaldado por un nuevo "colateral" (paquetes de activos) negociados por nuevos "bancos" (MMMFs). Este sistema funcionó muy bien mientras se mantuvo la opacidad sobre tal colateral y sobre

los bancos. Tan pronto la confianza tambaleó, en ausencia de *clearinghouses* y respaldo público, las presiones para obtener información sobre qué activos eran mejores que otros se intensificaron y condujeron a otro pánico bancario. Aun cuando los nombres y actores fueron distintos, esto no fue más que un pánico bancario standard, tal como aquellos que fueron frecuentes en el siglo XIX. También como antes, la única solución fue dada por políticas públicas que reinstauraron la confianza, la opacidad y la garantía gubernamental.

La lección fundamental que nos deja esta historia es que *la opacidad es importante para el funcionamiento diario del dinero privado*. Los pánicos bancarios surgen cuando esa opacidad es amenazada por una pérdida de confianza generalizada sobre los bancos y sus activos. Solo un respaldo público explícito evita esa pérdida de confianza, y las presiones informativas resultantes. La pregunta inmediata es: ¿Tiene un gobierno suficiente respaldo para garantizar el volumen de dinero privado en circulación si la confianza tambalea? La respuesta suele ser negativa en países subdesarrollados, y cada año se hace más y más negativa para países desarrollados con un rápido crecimiento de riqueza y desigualdad. Al combinar estas dificultades con la creciente globalización bancaria, es evidente la importancia de coordinar los respaldos públicos entre países. Solo la voluntad política para hacerlo detendrá las crisis bancarias que, de lo contrario, y lamentablemente, seguirán siendo visitantes habituales y no deseadas en nuestras economías.

7. Referencias Bibliográficas

- Anderson, Haelim, Selman Erol, and Guillermo Ordoñez. (2022). "Interbank Networks in the Shadows of the Federal Reserve Act." *NBER Working Paper* 27721.
- Gorton, Gary (1985), "Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States" *Journal of Economic History* 45, pp 277–83.

Gorton, Gary (2013). “The development of opacity in U.S. banking.” *NBER Working Paper* 19540.

Gorton, Gary and Guillermo Ordoñez. (2022) “The supply and demand for safe assets.” *Journal of Monetary Economics*, 125: pp 132–147.

Gorton, Gary and Guillermo Ordoñez. (2023) *Macroeconomics and Financial Crises: Bound Together by Information Dynamics*. Princeton University Press, Princeton, 2023

Moen, Jon and Ellis Tallman. (1992). “The Bank Panic of 1907: the Role of Trust Companies.” *Journal of Economic History* 52: pp 611-30.

Moen, Jon and Ellis Tallman. (2000): “Clearinghouse Membership and Deposit Contraction during the Panic of 1907.” *Journal of Economic History* 60: pp 145-63.

Rockoff, Hugh (1974). “Free banking era: A reexamination.” *Journal of Money, Credit and Banking*, 6, pp 141–167.

Rolnick, Arthur and Warren Weber. “New evidence on the free banking era”. *American Economic Review*, 73(5): pp 1080–1091.

Sanches, Daniel (2016). “The free-banking era: A lesson for today?” *Economic Insights - Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Third Quarter: 9–14.