

El rol de prestamista de última instancia de los BANCOS CENTRALES

¿Cuánto ha cambiado a raíz de la crisis financiera internacional?*

PAUL CASTILLO** Y ALEX CONTRERAS***

Los bancos centrales se crearon hace más de 200 años con la finalidad de fungir como prestamistas de última instancia, esto es, para proveer temporalmente liquidez a bancos solventes que enfrentan situaciones inusuales de iliquidez, como cuando se producen corridas bancarias o durante periodos de crisis financiera como los observados recientemente en las economías desarrolladas.

** Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.

*** Especialista del Departamento del Programa Monetario del BCRP.

* Las opiniones vertidas en este artículo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco Central de Reserva del Perú.

Los bancos, debido a que transforman activos líquidos (como los depósitos bancarios) en activos menos líquidos, pero más rentables (como los préstamos) están sujetos a posibles corridas de depósitos. En este tipo de situaciones de estrés, pueden verse obligados a liquidar sus activos en un periodo muy corto, lo que podría inducir a su quiebra, a pesar de ser bancos solventes. La existencia de un banco central que provea temporalmente liquidez frente a una situación de mayor demanda por activos líquidos elimina esta posibilidad¹.

Otra situación en donde se justifica la intervención del banco central como prestamista de última instancia es cuando existe una elevada interconexión entre las entidades financieras. En este caso, la quiebra de una de ellas puede amenazar la solvencia de todo el sistema financiero. Un primer banco que quiebre puede significar que las inversiones que éste hubiese realizado hayan sido poco rentables, lo que afecta a todos aquellos bancos con inversiones parecidas, en el mismo sector o en el mismo país o cuyos pasivos representen activos de otras entidades financieras. Los inversores decidirán liquidar sus depósitos para evitar el posible riesgo de quiebra, por lo que la crisis bancaria puede extenderse al resto del sistema financiero si no hay una oportuna respuesta del banco central.

La prescripción clásica de cómo los bancos centrales deben actuar como prestamistas de última instancia la ofrece Walter Bagehot, en su publicación *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873). En este artículo, Bagehot prescribe que los bancos centrales como prestamistas de última instancia deben ofrecer toda la liquidez que se les demande, a un costo que represente una tasa de interés de penalidad y requiriendo un colateral de bajo riesgo crediticio.

La lógica detrás de la prescripción de Bagehot es clara, el accionar de los bancos centrales frente a situaciones de estrés financiero, debe ser efectivo, pero evitando que:

- a) El banco central se exponga a un excesivo riesgo crediticio. Para ello, es fundamental que los colaterales contra los que preste el banco central sean de alta calidad crediticia, usualmente deuda de gobierno.
- b) No se genere riesgo moral en los bancos. Para ello, el costo de financiamiento de prestamista de última instancia debe ser mayor al costo de financiamiento en el mercado monetario. En la medida que el financiamiento de emergencia que ofrece el banco central sea más caro que el crédito en el mercado monetario los bancos tendrán incentivos adecuados para acumular preventivamente mayores niveles de liquidez.

Bagehot prescribe que los bancos centrales como prestamistas de última instancia deben ofrecer toda la liquidez que se les demande, a un costo que represente una tasa de interés de penalidad y requiriendo un colateral de bajo riesgo crediticio

En oposición a Bagehot, Goodhart (1987) plantea que los bancos centrales pueden intervenir mediante la inyección temporal de liquidez, incluso a entidades financieras insolventes, cuando su quiebra representa un riesgo sistémico. Según Goodhart, la distinción entre iliquidez e insolvencia es poco clara, particularmente en periodos de estrés en los mercados financieros. En este tipo de escenarios, los bancos centrales inyectan liquidez a una entidad financiera bajo la premisa de que es solvente, pero dado lo complicado de valorar apropiadamente los activos de un banco en escenarios de estrés financiero, no se puede limitar la inyección de liquidez del banco central a la condición de solvencia de las entidades financieras.

Según Goodhart, la intervención es válida en tanto los costos de salvar una entidad financiera sean menores a sus beneficios, en donde los beneficios de la intervención se derivan en la estabilidad financiera del sistema. Solow (1982) también concuerda con esta posición. Según él, una quiebra bancaria, especialmente en el caso de un banco importante, reduce la confianza del sistema en su conjunto, por lo que el banco central debería proveer asistencia a entidades insolventes. Sin embargo, este tipo de políticas crean un problema de riesgo moral, incentivando a las entidades grandes a tomar mayores riesgos basadas en su poder de ser instituciones *too big to fail*.

¹ El clásico documento de Diamond y Dybvig (1983) muestra formalmente este resultado.

Curiosamente, la importancia de los bancos centrales como prestamistas de última instancia ha merecido menos atención en los años previos a la crisis financiera. En las economías desarrolladas, la reducción en la frecuencia de crisis bancarias, y el desarrollo de los mercados de dinero que permiten absolver demandas mayores de liquidez, hicieron menos frecuentes los episodios en los que los bancos centrales tuvieron que inyectar masivamente liquidez. Esto cambió radicalmente a raíz de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en setiembre de 2008, y más recientemente, a raíz de la agudización de la crisis de deuda en varias economías de la eurozona, como Grecia, Portugal y España.

En este periodo, la mayoría de bancos centrales de economías desarrolladas, como la Reserva Federal de los EE.UU. (FED), el Banco de Inglaterra (BoE), el Banco de Japón (BoJ) y el Banco Central Europeo (BCE) han respondido frente a la crisis inyectando cantidades masivas de liquidez a sus respectivos mercados monetarios, lo que los llevó a expandir significativamente el tamaño de sus balances. En el caso del balance de la FED, este incremento de sus pasivos significó pasar de activos por un valor de US \$ 900 mil millones en 2007 a 2,35 billones en 2010.

Es interesante señalar que las masivas inyecciones de liquidez de estos bancos centrales no siguieron los preceptos de Bagehot, antes discutidos. Si bien éstas fueron inyecciones masivas de liquidez, éstas no han sido de corto plazo, sino bastante duraderas. Asimismo, estas facilidades de liquidez tampoco se ofrecieron a tasas de interés de penalidad, por ejemplo, en el caso del BCE, las

recientes operaciones de inyección de liquidez de largo plazo (LTRO) se hacen a tasas de interés menores a las del mercado monetario. Asimismo, estas inyecciones de liquidez han implicado no solo un incremento en el tamaño de los balances de los bancos centrales, sino también un cambio en la composición de los activos de los mismos, en los que activos de mayor riesgo crediticio, como títulos representativos de créditos *subprime* y bonos emitidos por gobiernos altamente endeudados, han ganado participación dentro de los portafolios de los bancos centrales de economías desarrolladas.

¿POR QUÉ HA SIDO ESTE EL CASO?

Una razón fundamental del porqué las recientes políticas de inyección de liquidez que han aplicado la mayoría de bancos centrales en economías desarrolladas no han seguido los preceptos de Bagehot ha sido el hecho que, en la actual crisis financiera, el sistema financiero no solo ha enfrentado una crisis típica de liquidez, sino fundamentalmente una crisis de solvencia, caracterizada por un profundo deterioro de la calidad de los activos del sistema financiero. Bajo estas circunstancias, la capacidad de un banco central para inyectar liquidez únicamente contra activos de bajo riesgo se ve seriamente limitada por la carencia relativa de los mismos. Esto ocurre debido a que, en situaciones de estrés en el mercado monetario, se produce un incremento en el apetito por activos de bajo riesgo por parte de las entidades financieras, como Bonos del Tesoro de los EE.UU., lo que hace menos efectivas las operaciones típicas de inyección de liquidez de los bancos centrales.

Luego de la quiebra de Lehman Brothers, la segmentación del mercado monetario llevó a que el TED *spread*, indicador que mide la diferencia entre la tasa de interés en el mercado interbancario y la tasa de rendimiento de las letras del tesoro de los EE.UU., alcanzara sus niveles máximos en octubre de 2008. Más recientemente, con la agudización de la crisis de deuda en la zona euro y a raíz de requerimientos más estrictos de apalancamiento a los bancos europeos, el equivalente para el TED *spread* para el mercado europeo también alcanzó niveles máximos.

Frente a estos casos, la respuesta de los bancos centrales ha sido relajar el tipo de colateral contra los cuales puede inyectar liquidez, de tal manera que estas políticas de inyección de liquidez puedan llegar a un mayor número de participantes del mercado, lo que efectivamente ha permitido reducir el costo del dinero en los mercados financieros de corto plazo.

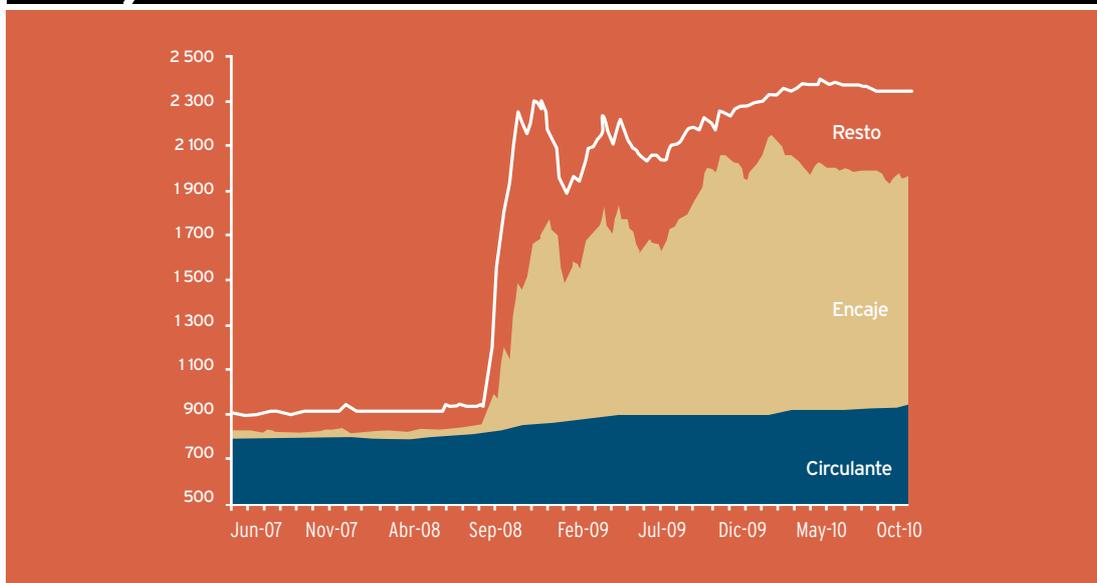
La otra razón por la cual las políticas de inyección de liquidez no han seguido las recomendaciones de Bagehot, ha sido porque en muchos casos, estas políticas de inyección de liquidez se



En oposición a Bagehot, Goodhart plantea que los bancos centrales pueden intervenir mediante la inyección temporal de liquidez, incluso a entidades financieras insolventes, cuando su quiebra representa un riesgo sistémico



GRÁFICO 1 ■ FED: Pasivos
(Miles de millones de US\$)



convirtieron también en instrumentos de política monetaria, los llamados “instrumentos no convencionales de política monetaria”.

Estos instrumentos tienen por objetivo flexibilizar las condiciones monetarias y crediticias para estimular la actividad económica y se han aplicado, en la mayoría de casos, luego de que los bancos centrales redujeran las tasas de interés del mercado monetario a niveles cercanos a cero. Estos instrumentos han consistido fundamentalmente en mecanismos de inyección directa de liquidez orientados a incentivar a las entidades del sistema financiero a no recortar el crédito al sector privado, por ejemplo, la compra de activos riesgosos, capitalización de entidades del sistema financiero, asistencia masiva de liquidez con garantía de colaterales más riesgosos, pero a tasas de interés de mercado, entre los más importantes, o cuando este se ha visto afectado, a sustituirlo parcialmente.

¿CUÁLES PUEDEN SER LOS COSTOS DE ESTE TIPO DE POLÍTICAS?

La fragilidad de la recuperación en el dinamismo de la economía global ha pospuesto la discusión sobre los potenciales efectos negativos de largo plazo de la aplicación de este tipo de políticas por parte de los bancos centrales de las economías desarrolladas. Sin embargo, esta discusión es importante porque algunas de las reformas en los marcos regulatorios que se vienen implementando en los mercados financieros globales van a tener implicancias sobre el balance costo beneficio de estas políticas de los bancos centrales. Uno de los costos que reconoce la literatura es la posibilidad de la generación de un mayor riesgo moral, asociado a la existencia de instituciones financieras que son muy grandes o muy interconectadas

para que puedan quebrar. La reciente propuesta de reforma regulatoria de Basilea III incluye mayores requerimientos de capital para este tipo de instituciones, sin embargo, todavía queda por ver si van a ser herramientas efectivas para aminorar la formación de riesgo moral.

El otro costo potencial, es la posible pérdida de credibilidad de los bancos centrales, si no logran, exitosa y oportunamente, revertir las masivas inyecciones de liquidez. De no hacerlo, existe el riesgo de mayor inflación en estas economías a futuro. Al respecto, algunos bancos centrales como la FED han hecho cambios en su estrategia de comunicación con el objetivo de lograr una comunicación más efectiva con los participantes del mercado.

Todos estos costos potenciales tienen que ponderarse apropiadamente con los beneficios de evitar mayores costos de la crisis financiera actual. Dado que los beneficios se van a percibir en el corto plazo y los costos en el futuro, es fundamental descontar apropiadamente estos costos futuros para tener una idea clara de los beneficios netos de las nuevas formas en las que los bancos centrales han tenido que poner en práctica su función fundamental de prestamista de última instancia. ■

REFERENCIAS

- Bagehot Walter, 1873, *Lombard Street: A Description of the Money Market* London: H.S. King.
- Diamond Douglas W. y Philip H. Dybvig, 1983, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 3.
- Goodhart CAE, 1987, *Why do banks need a Central Bank?* Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 39, No. 1 pp. 75-89.
- Solow, R. M., 1982, “On the Lender of Last Resort.” In C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press.