



El prestamista de última instancia: Extensiones al enfoque tradicional

Segundo Campos¹

Es sabido que no hay dos crisis financieras iguales, dado que cada una difiere enormemente en sus detalles. Las fuertes turbulencias desatadas en los mercados financieros internacionales a partir del segundo semestre de 2007 – todavía en curso- no son la excepción. Tal como se examina más abajo, hay muchos elementos novedosos que explican la particular intensidad y virulencia con que se han verificado en los últimos meses correcciones en los precios de los activos financieros y reversiones en los juicios previamente formulados por los participantes en el mercado. Ello ha conducido a no pocos observadores a afirmar que se trata de una de las crisis más severas en varias décadas. Esa especificidad, por otra parte, ha motivado y obligado a encarar respuestas originales y novedosas de parte de las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas.

De manera simultánea, sin embargo, varias de las cuestiones actualmente en discusión son asombrosamente recurrentes y ponen de manifiesto la existencia arraigada de aspectos y rasgos similares en los episodios de crisis y en la propensión con que la evolución de los mercados financieros genera tendencias a la inestabilidad. El más importante, quizás, es que, más allá de los detalles, hay un patrón común de comportamiento que se manifiesta en la existencia de los denominados “ciclos financieros”. Estos ciclos han sido larga y célebremente analizados² y se caracterizan por la presencia de una fase de auge y optimismo excesivo (vgr. de exuberancia), la proliferación de numerosas innovaciones financieras y un fuerte apalancamiento que, luego de un evento que gatilla una reversión de las favorables expectativas previas, conduce a su imagen especular, la etapa del pánico y el colapso. En última esta fase, se verifica un replanteo y revisión vertiginosos de las posiciones y riesgos asumidos que, en ausencia de una adecuada intervención de política y dependiendo de la magnitud de los desequilibrios generados en la fase alcista del ciclo, pueden llegar a tener consecuencias gravosas para la economía. Bajo un ropaje novedoso, y con el sabor distintivo que le otorgan sus rasgos peculiares, la anatomía de las actuales dificultades en los mercados financieros reconoce precisamente esa matriz original.

No obstante, la luz de ese prisma analítico permite verificar que no es éste el único rasgo de parentesco del actual episodio con crisis del pasado. Otro de los múltiples elementos característicos que han reflatado las tensiones en curso se refiere a los modos de intervención de los bancos centrales para hacer frente a la disrupción financiera y al debate que rodea a la actuación de éstos como prestamistas de última instancia. Típicamente, desde su misma creación, la existencia de un agente

¹ Economista

² Un buen ejemplo pero no el único, por cierto, es el clásico estudio de Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises (1978)* que, utilizando el marco conceptual elaborado por Minsky, se remonta a la burbujas de los tulipanes del siglo VXII y recorre la historia de las crisis financieras que han afectado a las finanzas de Occidente en los últimos siglos.



que opera en dicho carácter con vistas a garantizar la estabilidad financiera ha estado rodeada de cierta controversia. El fundamento tradicional de estas intervenciones es evitar que eventuales dificultades de iliquidez se desarrollen al punto de dar lugar a problemas de insolvencia y conduzcan a problemas de naturaleza sistémica.

Por un lado, quienes argumentan en su favor, destacan la importancia de evitar que episodios aislados causados por un aumento súbito de la desconfianza sobre unas pocas entidades se diseminen y culminen en un desequilibrio de naturaleza agregada³. Si el prestamista de última instancia no actuase de ese modo, la institución bajo presión podría verse obligada a “liquidar” activos y esa venta apresurada podría ocurrir bien por debajo del valor de largo plazo de los mismos, conduciendo eventualmente a la insolvencia de la institución en problemas. A su turno, ello podría intensificar la presión deflacionaria en el valor de mercado de esos activos, magnificar el riesgo para otras entidades y conducir al desarme generalizado de posiciones, reforzando las tendencias bajistas⁴. Por el otro lado, hay quienes enfatizan el denominado problema de *moral hazard*⁵ y el supuesto debilitamiento de los incentivos a efectuar correctas evaluaciones del riesgo por parte de los agentes ante la certeza de que habrá siempre una red de contención y salvataje.

Puesto en otros términos, para los hacedores de política económica y los reguladores del mercado financiero se trata de administrar un balance de riesgos o *trade off*: el que podríamos denominar “error de tipo I” (“ser demasiado laxo garantizando la existencia de un generoso prestamista de última instancia que estará allí para hacer frente a la mayoría de las contingencias, lo que seguramente minimizará la ocurrencia de eventos sistémicos pero a costa de erosionar los incentivos a una evaluación meticulosa y precavida del riesgo por parte de los oferentes de crédito) y el “riesgo de tipo II” (“favorecer una postura más “dura” y restringir la acción del prestamista de última instancia, priorizando la existencia de una estructura de incentivos que penalice las decisiones erróneas de inversión pero a costa de la existencia de una red de seguridad, lo que podría atentar contra la estabilidad sistémica en caso de dificultades”). El dilema es inevitable y, más allá de la posibilidad de mejorar los términos del *trade off*, la inclinación por uno u otro de

³ Aún así existe discusión respecto de si las reglas de intervención deben estar explícitamente preestablecidas o si, por el contrario, las autoridades deben practicar una “ambigüedad constructiva” al respecto.

⁴ Un rasgo distintivo de la industria bancaria es que, debido a la compleja red de interacciones que los vinculan, la caída de un banco particular puede generar rápidamente dificultades para el resto de sus competidores. Así, mientras en otras industrias las dificultades de la competencia son en general bienvenidas, en el caso de los bancos tiende a predominar el temor a que la diseminación de las dificultades termine afectando a todas las instituciones del sector.

⁵ El *moral hazard* es uno de los fenómenos que típicamente pueden dar lugar a dificultades prominentes en el funcionamiento de los mercados financieros y surge como consecuencia de la naturaleza muchas veces asimétrica de la información. En efecto, los oferentes potenciales de crédito (prestamistas) tienen con frecuencia información menos fidedigna sobre la distribución probable de los resultados de un determinado proyecto que su contraparte en el contrato financiero, los demandantes potenciales de crédito (tomadores). En particular, los problemas de *moral hazard* se verifican cuando, como consecuencia de sus propias acciones, los tomadores de crédito alteran *ex post* la probabilidad de ocurrencia de un determinado evento (vgr. el *default* de un préstamo). En el caso mencionado en el texto, la certeza de que habrá una asistencia financiera en la eventualidad de experimentarse adversidades conduce a los prestatarios a involucrarse en actividades más riesgosas, incrementando *ex post* la probabilidad de ocurrencia de esas mismas adversidades.



los extremos del péndulo depende, en cada momento, de las preferencias de las autoridades⁶.

Como se dijo, este debate no es novedoso y se ha actualizado con puntualidad frente a la ocurrencia de cada nuevo evento crítico en los mercados financieros. En la última etapa, sin embargo, la discusión ha tendido a reaparecer con cierta intensidad habida cuenta de la aparente decisión de algunos Bancos Centrales líderes de adoptar un enfoque asimétrico frente al ciclo financiero y la eventual ocurrencia de desequilibrios y burbujas en el precio de los activos. Esta nueva doctrina (promovida en forma bastante explícita por la FED durante el mandato de Greenspan) postula de manera deliberada la dificultad de identificar *ex ante* una burbuja y la conveniencia de aguardar hasta su eventual estallido para intervenir a través de agresivas acciones de política monetaria en el rescate de los heridos. Según los críticos, la naturaleza asimétrica de esta postura no habría hecho más que afectar los incentivos de los actores del mercado (una suerte de *put*⁷ y garantía de que la FED estará *siempre* allí cuando se la necesite), generando supuestamente una burbuja tras otra en la última década en el intento de contrarrestar las consecuencias de desequilibrios anteriores (surgimiento, por ejemplo, de una burbuja en el mercado de hipotecas como resultado de mantener tasas de interés reales históricamente muy reducidas durante un lapso prolongado tras el colapso de las acciones tecnológicas a inicios de la presente década).

Pese a las promesas de las autoridades respecto de que este enfoque no tendría por qué dar lugar a fenómenos de *moral hazard*, lo cierto es que, dependiendo por supuesto del éxito final de las recientes intervenciones, la febril actividad registrada por parte de los bancos centrales en su carácter de prestamista de última instancia en los últimos meses podría llevar a “plomeros y carpinteros” a esperar razonablemente vencimientos impositivos más abultados en el próximo período si las cosas no saliesen del todo bien. Por primera vez desde la crisis del treinta la Reserva Federal se vio obligada recientemente a concurrir en el salvataje de un importante banco de inversión (Bear Stearns), al tiempo que, pese a sus promesas previas, la caída del banco Northern Rock obligó a las autoridades británicas a su nacionalización y a reforzar el seguro de depósitos a todo el sistema financiero. Algo similar ocurrió en Alemania donde también se verificaron salvatajes de entidades. De manera algo acelerada, incluso, la Reserva Federal debió brindar sustento teórico a su novedoso accionar postulando, por boca de uno de los miembros más prestigiosos del Board, la necesidad de contar con un razonable enfoque de administración riesgos para el manejo de la política monetaria en circunstancias excepcionales⁸.

Así, tal como suele ocurrir en ocasión de episodios críticos de gran entidad, el vendaval financiero se caracterizó por derribar con gran facilidad principios y convenciones establecidas solemnemente poco tiempo atrás y obligó a las autoridades de las principales economías a desplegar una intensa actividad en

⁶ Y del público, toda vez que en determinadas circunstancias la acción (o ausencia de ella) del prestamista de última instancia puede traer acarreados costos que finalmente recaigan sobre las espaldas de los contribuyentes.

⁷ En la terminología financiera, un *put* es una opción de venta de un determinado activo financiero. En este contexto representaría la posibilidad de deshacer posiciones financieras en condiciones más convenientes de las que resultarían en ausencia de la intervención del prestamista de última instancia.

⁸ Véase Mishkin, F. (2008), donde se discute la necesidad de abandonar las recomendaciones del marco “lineal-cuadrático” sobre políticas monetarias óptimas frente a la ocurrencia de disrupciones financieras severas e incremento sensible en el riesgo de orden macroeconómico.



diversos frentes a fin de contrarrestar las fuertes tendencias presentes a la inestabilidad financiera. Ya se sabe -y una lectura algo cínica de los acontecimientos recientes podría recordar su sempiterna actualidad- que la “necesidad tiene cara de hereje”. Por cierto, aferrarse de manera estoica a determinados principios y a reglas preestablecidas en una crisis de envergadura puede ser encomiable pero es seguramente un juego bastante peligroso.

No es justamente el propósito de esta breve nota cuestionar la evidente necesidad de contar con un prestamista creíble de última instancia, ni poner en entredicho la razonabilidad de recurrir al sentido común y al buen juicio, apelando a un enfoque pragmático y flexible frente a las dificultades; en todo caso, en nuestra opinión, el juicio crítico debería dirigirse a lo que se hace (o deja de hacerse) en términos de políticas (y regulaciones) en la fase de auge y no a las necesarias respuestas que deben desplegarse frente al colapso y las disrupciones financieras cuando éstas eventualmente se verifican. Sin embargo, tampoco es esto último lo que hacemos, dada la dificultad de esa tarea. La complejidad de los desarrollos todavía en curso en los mercados financieros y la falta de suficiente perspectiva impiden contar con un juicio acabado y determinan el carácter completamente tentativo y preliminar de cualquier lección que pueda extraerse de los acontecimientos. Por ello, lo que nos proponemos, más bien, es algo mucho más modesto: repasar la renovada e intensa actividad desplegada recientemente por parte de los bancos centrales en su carácter de prestamistas de última instancia, identificando continuidades y diferencias respecto de episodios pasados.

Breve *racconto* de los hechos

Luego de un prolongado período de evolución monetaria bastante laxa, condiciones económicas muy benignas y rápida innovación financiera, la estabilidad del sistema financiero global está actualmente puesta bajo escrutinio. Tal como suele ocurrir en las fases de complacencia y exuberancia en los mercados financieros, existe coincidencia en que durante la larga expansión que precedió a las actuales turbulencias la toma de riesgos fue excesiva y la disciplina del mercado tendió a relajarse. Como recién se sugirió, esos desarrollos se vieron facilitados por una instancia expansiva de política monetaria y por un marco regulatorio y de supervisión que facilitó la aparición de complejas (y opacas) innovaciones financieras, en el contexto de un nuevo modelo de negocios bancario⁹. La propia búsqueda de rendimientos, en un entorno caracterizado por muy bajas tasas de interés, facilitó que el crédito alcance a nuevos (y en muchos casos más riesgosos) segmentos del mercado y provocó una fuerte reducción cíclica de los *spreads*, muchas veces bastante más allá de lo aconsejable, a juzgar por los resultados.

Ese proceso vino acompañado del surgimiento de novedosos instrumentos financieros –los denominados productos estructurados¹⁰ y otras innovaciones- que,

⁹ Véase, en este sentido, la reciente contribución de Alejandro Vanoli (Lectura 34) a este mismo sitio.

¹⁰ Los productos financieros estructurados normalmente involucran la agregación de múltiples riesgos subyacentes (riesgos de mercado, de crédito) a través del agrupamiento de instrumentos (bonos, préstamos, hipotecas, etc.) sujetos a estos riesgos y la división del *cash flow* resultante en los denominados “*tranches*” (o tramos), que se dirigen en un orden específico a diferentes tenedores. Así, los pagos provenientes del *pool* comienzan con el tramo *senior* del instrumento (el menos riesgoso) y llegan hasta el tramo de *equity* (el más riesgoso). En caso de ocurrir, las pérdidas son absorbidas, en primera instancia por este último tramo. Típicamente estas estructuras de capital son construidas de modo que el tramo senior reciba la calificación AAA de las agencias de *rating*. El crecimiento de estos instrumentos fue exponencial en los últimos años, sextuplicándose entre 2000 y fines de 2006 hasta alcanzar casi 3 billones de USD. Aunque ha habido una enorme proliferación de diferentes clases de



además de involucrar un elevado grado de apalancamiento¹¹, se caracterizaron por una escasa transparencia informativa respecto de los reales riesgos subyacentes, lo que tornó muy difícil su correcta valuación. En muchos casos, dado el carácter de estos instrumentos (denominados *over the counter* por estar hechos a la medida de las necesidades muy específicas de diferentes perfiles de inversores), los precios imputados resultaron de modelos de valuación que asumían una liquidez de mercado que en la práctica no se verificó, mucho menos aún en los momentos de *stress* cuando sus tenedores se vieron forzados a (o quisieron) realizarlos. La excesiva confianza en el supuesto “sello de calidad” otorgado a las calificaciones por las agencias de *rating* crediticio, que en muchos casos fueron incorrectamente interpretadas por los inversores -y en otros probablemente formuladas de manera laxa basadas en modelos de valuación que tendieron a subestimar la probabilidad de eventos disruptivos- tendieron a potenciar la subestimación de los riesgos involucrados.

Finalmente, durante el último decenio se verificó en el sistema bancario un cambio importante hacia un modelo de negocios caracterizado por la lógica de “originar y distribuir”, en el que las entidades luego de efectuar un préstamo, deciden no mantenerlo hasta su maduración y tornarlo líquido, “empaquetándolo” (securitizándolo) en un portafolio con otros activos financieros para su venta a terceros. Este proceso de transferencia y diseminación del riesgo ha brindado, en muchos casos, un falso sentido de seguridad toda vez que pudo haber llevado a que el riesgo haya quedado en manos de agentes que no estaban en condiciones de efectuar una correcta evaluación del mismo¹². Al mismo tiempo, tal como quedó demostrado en los eventos posteriores, puede haberse subestimado la verdadera exposición a riesgo de las entidades bancarias, particularmente en lo que se refiere al rol desempeñado por las denominadas posiciones “fuera de balance”¹³.

papeles (cuyas variadas denominaciones han dado lugar a una verdadera ensalada de siglas), los productos estructurados más comunes tomaron la forma de papeles comerciales respaldados por activos. Estos se denominan ABCP y son instrumentos de mercado de dinero con una maduración inferior a un año respaldados por diferentes clases de activos. Los más comunes fueron los MBS, papeles respaldados por hipotecas. El resto de los instrumentos de esta clase se denominan ABS y están en general respaldados por los flujos de otros créditos como tarjetas, créditos prendarios, etc. Los productos financieros estructurados deben distinguirse de la securitización, un proceso de más larga data y que -aunque también se basa en la lógica del *pooling* de diferentes instrumentos- no supone la descomposición de los flujos de pago en tramos sino que los pagos son provistos en una base *pro rata*. Véase FMI (2008, a)

¹¹ El grado de apalancamiento (*leverage*) de un agente se refiere a la proporción de deuda en relación al capital propio que financia el activo de su hoja de balance. El grado de apalancamiento puede medirse a través del ratio deuda/acciones o en “múltiplos” que resultan de dividir el tamaño del activo al capital propio. Las estrategias de fuerte apalancamiento pueden dar lugar a retornos muy elevados sobre el capital invertido en ciclos de alza pero también pueden generar el riesgo de insolvencia en contextos adversos.

¹² En la actualidad hay una tendencia bastante generalizada a cuestionar el grado en que estos productos estructurados –considerados altamente “tóxicos”- agregan realmente valor económico al sistema financiero y a enfatizar que la incertidumbre y complejidad que rodea su valuación han contribuido a la profundidad y duración de la crisis. Por otro lado, se cuestiona la medida en que el proceso de securitización fue capaz realmente de aportar a la dispersión efectiva del riesgo y el efecto negativo que ha tenido sobre los incentivos a monitorear la calidad de los préstamos que originan los bancos. Como se señala en la introducción, más allá de la importante influencia de estos novedosos elementos, lo cierto es que las tendencias a la inestabilidad en los mercados financieros parecen más profundas que las debilidades que puedan aportar los productos estructurados y el proceso de securitización.

¹³ Las denominadas “entidades fuera de balance” (o conductos) han experimentado un fuerte desarrollo desde mediados de la década pasada. Estas entidades permiten a los bancos transferir el riesgo fuera de su hoja de balance y no revelar completamente a los reguladores (e inversores) el tamaño de sus exposiciones, tornar líquida su cartera de préstamos a través del proceso de securitización y liberarse de parte de las exigencias regulatorias sobre capitales mínimos. Para evitar la consolidación contable en la hoja de balance de los bancos, los conductos en general son estructurados de modo que ninguna



Aunque en varias oportunidades las autoridades y los reguladores formularon (tibias) advertencias sobre el exceso de complacencia y el inadecuado *pricing* de los riesgos presentes en varios instrumentos y mercados, lo cierto es que debido al temor de perder participación de mercado los oferentes de crédito tenían escasos incentivos a “nadar contra la corriente”. El problema, como diría Warren Buffet, fue que cuando la marejada bajó -y la liquidez se evaporó- se temió que varios de los actores podían haber estado “nadando desnudos”.

Como suele ocurrir en estos procesos, hay siempre algún evento que coordina un cambio en la opinión convencional prevaleciente en los mercados y provoca una reevaluación súbita del riesgo. La revisión de expectativas previamente existentes puede conducir entonces a interpretar como excesivamente riesgosas las posiciones de agentes antes consideradas cómodamente ubicadas en una zona de confort (“la expedición al Polo Sur que, en la fase de auge, era analizada como perfectamente rentable es ahora percibida como definitivamente ruinosa”). En este caso, el gatillo fue la aparición de tasas de incobrabilidad sensiblemente más elevadas en el segmento *sub-prime* del mercado hipotecario norteamericano y la desaparición, como consecuencia de la retracción de las ventas en el sector de la construcción, de la premisa que había brindado sustento a la burbuja inmobiliaria (vgr. que los precios de las viviendas continuarían subiendo en forma virtualmente indefinida).

Dado que los riesgos estaban aparentemente subvaluados durante la fase de auge, podría pensarse que esta reacción es en principio saludable y que representa el esperado retorno a una situación de equilibrio. El riesgo, como siempre, es que la corrección de expectativas se produzca en forma caótica y se desencadene un pánico. Cuanto mayores fuesen los desequilibrios acumulados en la fase de bonanza, mayor será la probabilidad de que ello ocurra. Y así parece haber ocurrido. La opacidad de los nuevos instrumentos financieros y la incertidumbre sobre la localización de las pérdidas diseminaron rápidamente el contagio a otros segmentos de los mercados financieros, dando lugar a una peligrosa reacción en cadena. Tal como se menciona más adelante, ciertos rasgos del actual modo de funcionamiento de los mercados financieros adicionaron nuevos mecanismos de transmisión de las dificultades y dieron lugar al comienzo de un feroz período de desapalancamiento y de destrucción de valor.

Esquemáticamente podría delinearse el mapa del contagio señalando que, luego de las dificultades en el segmento *sub-prime* de las hipotecas, los problemas afectaron fuertemente a la valuación de los productos estructurados; después, la desconfianza en estos instrumentos se tradujo rápidamente en una “fuga a la calidad” y en una salida generalizada de productos considerados de riesgo en otros mercados de crédito. Pese a al proceso de securización y la supuesta diseminación y dispersión del riesgo, los problemas revirtieron rápidamente sobre la hoja de balance de los

institución financiera tenga la mayoría del capital del conducto. Aún así, las entidades financieras están obligadas a explicitar la naturaleza de la relación que la vincula al conducto, aunque estas aclaraciones aparecen meramente como notas al pie en los estados contables. En general estos conductos (SPV, por “Special Purpose Vehicle”, o SIVs, por “Structured Investment Vehicles”) emiten papeles de corto plazo (productos estructurados, véase nota al pie 8) respaldados por los flujos de fondos de los activos transferidos, por ejemplo, por el banco *sponsor*. Para otorgar máxima calificación a los pasivos emitidos por los conductos, las agencias calificadoras exigían la existencia de compromisos contingentes (líneas de liquidez) por parte de los bancos. En tiempos de dificultades, cuando los conductos enfrentaron retiros masivos y dificultades para renovar el vencimiento de sus papeles de corto plazo, estos compromisos – o consideraciones vinculadas con la reputación- obligaron a los bancos a “reincorporar” a la hoja de balance los activos originalmente cedidos. Véase FMI (2008, a).



bancos toda vez que, por cuestiones reputacionales o por compromisos contractuales con las entidades “fuera de balance” que en muchos casos esponsoreaban, las entidades se vieron obligadas a brindar liquidez a estos conductos. En muchos casos esto implicó volver a “traer” a la hoja de balance de los bancos activos de los que estos habían intentado “desprenderse”. Dado que ello tendió a ocurrir de manera simultánea en el caso de varias entidades y que otras tantas decidieron incrementar su demanda precautoria de liquidez, las necesidades de fondos de corto plazo se tradujeron rápidamente en alzas de las tasas en el mercado interbancario. En algunos casos las dificultades de fondeo mayorista, como ocurrió en Gran Bretaña con el banco Northern Rock, se conjugaron con salidas de depósitos minoristas, aunque esto fue la excepción antes que la regla. Todo ello obligó a una pronta respuesta de parte de las autoridades monetarias que debieron en la mayoría de los casos modificar en forma marcada el sesgo de su política (hasta dicho momento centrada esencialmente en la estabilización de las expectativas de inflación) ante el súbito cambio ocurrido en el balance de riesgos. Sin embargo, tal como se analiza enseguida, la naturaleza de las dificultades obligó a las autoridades a extremar su esfuerzo (y creatividad) para garantizar la efectividad de sus intervenciones.

La respuesta de los bancos centrales

En efecto, uno de los hechos más llamativos de la masiva corrección en curso en los mercados financieros de los países desarrollados ha sido la continua intensificación del proceso de desapalancamiento pese a la agresiva respuesta de las autoridades monetarias. Las situaciones de iliquidez en el centro nervioso del sistema financiero –el mercado interbancario– experimentaron varios rebrotes en el último año. Una forma de ver esto último es computar la diferencia (*spread*) existente entre las tasas del mercado interbancario en las principales monedas (LIBOR en dólar, euro y libras esterlinas) y las tasas de política monetaria que se fijan como objetivo los bancos centrales (por ejemplo, la tasa de los fondos federales en el caso de la FED¹⁴).

Como se sabe, en su gran mayoría los bancos centrales implementan actualmente su política monetaria fijando un objetivo para alguna tasa de corto plazo (la denominada tasa de política), tratando de influir así sobre el conjunto de la estructura de tasas de la economía (de diversos plazos), sobre la evolución del dinero y el crédito y, a través de estos canales, en última instancia sobre el comportamiento del gasto agregado. Dependiendo de la efectividad de esos mecanismos de transmisión, la política monetaria es más o menos exitosa¹⁵ en su cometido. Sin embargo, más allá de la mayor o menor influencia que tengan para determinar la evolución del conjunto de la estructura de tasas de la economía, lo que prácticamente nadie discute es que las autoridades monetarias de los países

¹⁴ La tasa de fondos federales es la tasa a la que los bancos comerciales se prestan entre sí *overnight* sus saldos depositados en la Reserva Federal.

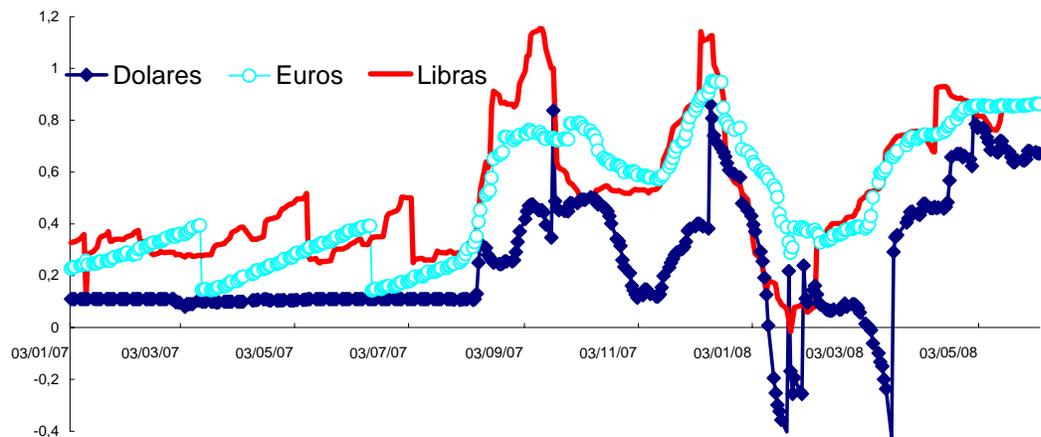
¹⁵ Una de las cuestiones en discusión en los últimos años se refiere, precisamente, a las dificultades crecientes que, pese a su elevada credibilidad, han experimentado los bancos centrales de los países desarrollados para influenciar las tasas de largo plazo y, en definitiva, las condiciones de liquidez global en un contexto de mercados financieros globalizados y crecientemente interconectados. De hecho, debido al rol de las innovaciones financieras y de los mercados de capitales, pueden haberse verificado cambios importantes en el modo en que opera el proceso secundario de creación monetaria, lo que presumiblemente ha debilitado la influencia de las políticas monetarias y prudenciales de los bancos centrales. En particular, una porción de este “nuevo multiplicador crediticio” parece operar fuera de la hoja de balance bancaria tradicional y ello explica en buena medida el exceso de liquidez generado en los últimos años pese a un crecimiento moderado de la oferta monetaria.



desarrollados son capaces de influenciar las tasas de corto plazo y alinearlas con sus objetivos de política. Excepto, en tiempos de dificultades...

A través de las denominadas operaciones de mercado abierto (compras y ventas de títulos públicos), los bancos centrales buscan influenciar la demanda y oferta de saldos depositados en sus cuentas por los bancos comerciales (reservas bancarias) y así llevar la tasa de política monetaria a su valor objetivo. Vale decir, a través de estas operaciones, fijan una cantidad y tratan de influir en el precio de la liquidez de corto plazo (la tasa objetivo de política). En condiciones normales, lo hacen sin dificultades y las tasas del mercado interbancario tienden a reflejar el control de las autoridades monetarias sobre el precio de la liquidez de corto plazo. En general, el *spread* existente, por ejemplo, entre las tasas interbancarias (LIBOR a tres meses) y las tasas de política es virtualmente nulo y se sitúa en alrededor de entre 10 y 20 puntos básicos. Sin embargo, durante la presente crisis, ese *spread* llegó a ser superior a 100 puntos básicos en varias oportunidades (véase el gráfico), poniendo de manifiesto una fuerte demanda precautoria de liquidez por parte de las entidades bancarias y la percepción de un elevado riesgo de contraparte (reflejo de las sospechas cruzadas sobre la verdadera exposición de los competidores y el tamaño de las pérdidas en que eventualmente habrían incurrido)¹⁶.

Spreads entre tasas de política y Libor 3M



Ello llevó a las autoridades a experimentar con nuevas terapias y medicinas frente a cada recidiva de la infección. En cada instancia, los bancos centrales debieron exhibir una alta creatividad y disposición a experimentar nuevos tratamientos. Por ejemplo, como se repasará, la FED complementó una agresiva secuencia de rebajas de la tasa de fondos federales (que pasó desde 5,25% en septiembre a 2% en la actualidad) con un amplio conjunto de iniciativas innovadoras para tratar de llevar la liquidez allí donde se necesitaba. Algo similar (aunque más moderado en su secuencia de reducciones de tasa) hizo el Banco de Inglaterra; sin embargo, tal como se verá, esta última institución estuvo a la cabeza de novedosas iniciativas

¹⁶ Tanto es así que, por primera vez en su larga historia, la tasa LIBOR (que resulta del promedio de las tasas pagadas en el mercado interbancario) estuvo bajo sospecha de problemas de reporte de parte de algunos de sus participantes. El día en que la asociación de bancos ingleses efectuó la advertencia sobre dicha situación la tasa LIBOR ajustó en forma discreta unos 10 puntos básicos- un salto diario por completo infrecuente.



dirigidas a brindar liquidez a las entidades a través del canje de parte de su cartera de títulos. Por su parte, si bien el Banco Central Europeo (más preocupado con la inflación *headline*) mantuvo inalteradas sus tasas de política, extendió liquidez a plazos y por montos crecientes en varias oportunidades (compensando, no obstante, el efecto de estas operaciones sobre la liquidez global del sistema). Aunque menos relevantes por sus montos, otros bancos centrales (Suiza, Japón, Australia) encararon acciones similares en diversos frentes. Por último, se verificaron importantes iniciativas de cooperación para intercambiar liquidez (sin afectar los tipos de cambio) entre dichas instituciones.

La fiebre (la iliquidez en algún segmento del mercado), sin embargo, no hizo más que reaparecer, una y otra vez, luego de pasado el efecto balsámico de cada intervención: primero como se dijo, en agosto, los problemas estuvieron concentrados en el mercado interbancario; la reaparición de dificultades llevó entonces a las autoridades a proponer novedosas formas de inyección de liquidez en diciembre; finalmente, hacia fines de febrero, los problemas se extendieron a nuevos segmentos del mercado (aseguradoras monolínea, *hedge funds*, etc.) hasta que los interrogantes se volcaron sobre la salud financiera de algunos de los principales bancos de inversión, con epicentro en las dificultades de *Bear Stearns* que debió ser rescatado en una novedosa y rápida acción de salvataje. Aunque las dificultades todavía continúan, desde fines de marzo las tensiones parecen haber tendido a suavizarse y no se han verificado (por el momento) nuevos eventos de iliquidez generalizada. La tabla adjunta describe la secuencia temporal de acciones encaradas por los tres principales bancos centrales (la FED, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra).

Como se observa en la Tabla, las acciones encaradas por los principales bancos centrales han sido numerosas y variadas. Algunas fueron relativamente convencionales: la reducción del diferencial entre la tasa que se cobra por la ventanilla de descuento y la tasa objetivo de los fondos federales para tornar menos oneroso el financiamiento frente a la iliquidez imperante en el mercado interbancario, la ampliación de plazos en las operaciones de repo, la aceptación de nuevas garantías y colaterales, la ampliación de los programas de préstamo de títulos en cartera. Otros mecanismos fueron fuertemente innovadores. Entre estos últimos hay cuatro que merecen especial mención.

Primero, la creación por parte de la FED de una subasta de liquidez (denominada *Term Auction Facility* o TAF) para evitar el problema de estigma de los bancos que recurren a la asistencia de liquidez sin entorpecer la programación monetaria. Como se sabe, los bancos (particularmente en momentos de fuertes interrogantes sobre la solvencia) pueden ser reacios a utilizar la ventanilla de descuento, por temor a que el mercado extraiga una inferencia adversa acerca de su verdadera posición financiera. Esto es lo que se denomina el problema de estigma. Por otra parte, los préstamos a través de la ventanilla (redescuentos) son una forma de inyección de liquidez que, si no es esterilizada, puede llegar a comprometer el logro del objetivo de la tasa de política. Aunque pueden ser compensados por operaciones de mercado abierto de signo contrario, los montos eventualmente solicitados por un banco individual son difícilmente predecibles, lo que puede complicar la administración monetaria en períodos de elevadas necesidades de liquidez del conjunto del sistema. Para hacer frente ambas dificultades, la FED introdujo de manera transitoria la denominada TAF que, a través de un monto pre-especificado de asistencia crediticia puede ser licitado por los bancos elegibles: al participar en una licitación el problema de estigma tiende a diluirse, al tiempo que la



determinación ex ante del monto a ofrecer reduce el grado de incertidumbre sobre la evolución de las reservas bancarias del conjunto del sistema y, consecuentemente, sobre la programación monetaria. Iniciadas en diciembre, estas rondas de licitaciones ofrecieron en un primer momento fondos por U\$D 40 mil millones a un mes de plazo; en la actualidad el monto ofrecido en las licitaciones, repartido en tres llamados, totaliza U\$D 225 mil millones.

Fecha		Banco Central Reserva Federal	Banco Central Europeo	Banco de Inglaterra
Agosto	10-8-07	Frente a las tensiones, se refirma la intención de sostener la tasa de fondos federales en 5,25% pero se anuncia que la ventanilla de descuento está disponible	22/08. Anuncio de provisión de liquidez extraordinaria por 40 MM de euros, a ser compensada por operaciones convencionales	14 a 21/9. El Tesoro anuncia en su rol de prestamista de última instancia el BOE garantizaría todos los depósitos existentes en el Northern Rock. Posteriormente, se anunció que la garantía cubriría el fondeo mayorista no colateralizado
	17-8-07	Reducción en 50 bp de la tasa de descuento. Esta tasa, a la que la FED presta directamente a los bancos es habitualmente 100 bp superior a la de fondos federales. La provisión de financiamiento estaría disponible por un mes, pero renovable		
Septiembre	18-9-07	Reducción de la tasa de política en 50 bp hasta 4,75%	06/09. Operación de provisión de liquidez suplementaria a tres meses de plazo sin monto preestablecido. Otorgado finalmente 75 MM de euros.	1/10. La FSA extiende el seguro de depósitos hasta cubrir 100% de las primeras 35 mil libras
Octubre	31-10-07	Reducción de la tasa de política en 25 bp hasta 4,5%	Ampliación de las dos operaciones de provisión de liquidez a tres meses y por 60 MM de euros cada una.	11/10. Extensión de la garantía al 100% de las cuentas minoristas abiertas con posterioridad al 19/9. Vigente hasta febrero.
Noviembre	8-11-07			
Diciembre	11-12-07	Reducción de la tasa de política en 25 bp hasta 4,25%	Provisión de liquidez en USD por 20 MM en el marco de la TAF contra colateral s elegible en euro merced a líneas de swap con la FED	6/12. Reducción de la tasa de política en 25 bp hasta 5,5%
	12-12-07	Anuncio de la creación transitoria de la Term Auction Facility (TAF), que a través de dos subastas proveera liquidez por USD 40 MM a un mes de plazo. Acuerdos de Swap con BCE y Banco de Suiza por USD 20 MM y 4 MM. Anuncio de acciones coordinadas de inyección de liquidez con BOE y Banco de Canada.		18/12. Extensión de la garantía a otros pasivos no cubiertos de Northern Rock.
	21-12-07	Anuncio de continuidad y posible ampliación de TAF		
Enero	4-1-08	Ampliación de la TAF a USD 60 MM	Renovación de las dos líneas extraordinarias	21/01. Anuncio de posible propiedad pública transitoria de Northern Rock en caso de no aparecer propuestas privadas de compra
	22-1-08	Reunión fuera de agenda del Comité de Política Monetaria y reducción de tasa de política en 75 bp hasta 3,5%.		
	30-1-08	Reducción de la tasa de política en 50 bp hasta 3%		
Febrero	7-2-08			07/02. Reducción de la tasa de política en 25 bp hasta 5,25%
Marzo	7-3-08	Ampliación de la TAF a USD 100 MM. Simultáneamente, se anuncian de Repo a un mes por hasta 100 MM con colateral que bancos de inversión utilizan en operaciones convencionales de mercado abierto.	27/03. Ampliación de la provisión extraordinaria de liquidez. Creación de dos líneas a 6 meses por 25 MM de euros cada una. Reducción a 50 MM de euros de las líneas existentes a tres meses.	
	11-3-08	Ampliación del programa convencional de préstamo de títulos (TSLF). El plazo se extiende desde un día a un mes con ampliación del colateral que pueden ofrecer en canje los bancos de inversión. El tamaño de la operación es de hasta USD 200 mil millones. Simultáneamente se amplía el plazo y el monto de swaps con BCE y Banco de Suiza hasta USD 30 MM y USD 6 MM. Acciones coordinadas con Banco de Canada y BOE.		
	16-3-08	Préstamo de la FED de New York para facilitar la adquisición de Bear Stern por parte de JP Morgan Chase. Creación por seis meses de una ventanilla de descuento para bancos de inversión. Reducción a 25 bp del spread entre tasa de descuento y la de fondos federales		
	18-3-08	Reunión fuera de agenda del Comité de Política Monetaria y reducción de tasa de política en 75 bp hasta 2,25%.		
Abril	30-4-08	Reducción de la tasa de política en 25 bp hasta 2%	Provisión de liquidez en USD por 50 MM en el marco de la TAF contra colateral s elegible en euro merced a líneas de swap con la FED	10/04. Reducción de la tasa de política en 25 bp hasta 5%
Mayo	2-5-08	Expansión de la TAF desde USD 100 MM a 150 MM. Ampliación de líneas de swap con BCE y Banco de Suiza a USD 50 MM y 12 MM. Ampliación de colateral elegible para TSLF.		21/04. Anuncio del SLS por hasta 50 MM de libras



Una segunda iniciativa de interés fue la decisión adoptada, en conjunto con el lanzamiento de la TAF en diciembre de 2007, de instrumentar líneas de *swaps* entre los principales bancos centrales. Por medio estos *swaps* de monedas (en esencia, líneas de crédito de doble vía a través de las que cada banco central involucrado en la operatoria acuerda prestar al otro hasta un monto fijo en su propia moneda), los bancos centrales de otros países pudieron canalizar liquidez en dólares en sus propios mercados para satisfacer la demanda proveniente de las instituciones financieras. Esta herramienta intentó atender la creciente internacionalización de las operaciones de liquidez de las instituciones financieras y compensar el hecho de que los mecanismos de provisión de liquidez están todavía atados a los distintos sistemas de pagos y monedas nacionales. La acción fue coordinada por la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional Suizo e inicialmente incluyó arreglos para la provisión de U\$D 20 mil millones y U\$D 4 mil millones, respectivamente. Posteriormente esos arreglos fueron expandidos hasta alcanzar, en la actualidad, a U\$D 50 mil millones con el BCE y U\$D 12 mil millones con el Banco de Suiza.

En tercer lugar, tal como recién se mencionó, en ocasión de las dificultades experimentadas por el banco de inversión Bear Stearns, la Reserva Federal coordinó el salvataje financiero de esa entidad y autorizó su adquisición (a precio de remate) por parte de JP Morgan Chase. La pérdida de control por parte de los accionistas buscó minimizar así el riesgo de *moral hazard*. Como parte de la operación, la FED autorizó a la Reserva de New York a extender un préstamo por valor de U\$D 30 mil millones¹⁷, lo que hizo posible que JP Morgan decidiera avanzar con la adquisición y acordara hacerse cargo inmediatamente de sus obligaciones de corto plazo¹⁸. Tal como se analiza con mayor detalle más abajo, la decisión de extender la ventanilla de descuento a los bancos de inversión fue una decisión particularmente audaz¹⁹ y se fundó en la convicción del rol crítico desempeñado por los bancos de inversión en un sistema financiero mucho más descentralizado y menos basado que antes en el crédito otorgado por los bancos comerciales. La decisión de autorizar el préstamo a Bear fue adoptada, virtualmente, entre "gallos y medianoche" el domingo 16 de marzo y fue acompañada de la extensión por seis meses de la ventanilla de descuento para los bancos de inversión. Al mismo tiempo, el diferencial entre la tasa de descuento y la de los fondos federales fue reducido a sólo un cuarto de punto porcentual.

Por último, otra iniciativa particularmente novedosa fue la anunciada semanas después por el Banco de Inglaterra. El esquema (*Special Liquidity Scheme*, o SLS) permite a los bancos canjear por un plazo de un año (extensible a tres) a través de operaciones de *swap*, un conjunto de activos de alta calificación por títulos del Tesoro de Inglaterra. La estimación es que las transacciones a través de esta operatoria alcanzarían un total de 50 mil millones de libras. La idea básica del esquema fue evitar que, en un contexto de mercados básicamente inexistentes, los

¹⁷ Los detalles de la operación fueron modificados posteriormente: entre los cambios más importantes debe mencionarse una mejora en la oferta efectuada a los accionistas de Bear por parte de JP Morgan y un refuerzo de las garantías para proteger la exposición a riesgo de la FED en caso de posteriores quebrantos.

¹⁸ Lo que condujo a los observadores más críticos a interrogarse cínicamente si era realmente JP Morgan (o el contribuyente estadounidense) quien había adquirido a Bear.

¹⁹ Cabe destacar que, estrictamente, esta extensión de la asistencia financiera a un banco de inversión no requirió cambios en el marco legal, toda vez que por la sección 13 de su Estatuto la Reserva Federal dispone, en circunstancias excepcionales, de atribuciones para prestar a una corporación.



bancos se viesen obligados a tener que vender esas tenencias (o utilizarlas como colateral) en condiciones muy desventajosas para hacerse de liquidez. Al demandar aquello que el mercado rechazaba y ofrecer activos de alta liquidez se buscaba evitar un colapso de la oferta de crédito. Dado que el canje de títulos no implicaba la cesión de su propiedad, teóricamente la responsabilidad por eventuales pérdidas causadas por dichos activos permanecía en la hoja de balance de las entidades. Claro está que, más allá del impacto positivo sobre la confianza, el éxito final del esquema dependerá de la evolución *ex post* de los activos cedidos y de la real capacidad de los bancos para efectuar la devolución de los activos líquidos conseguidos.

Se calcula que, a través de estas iniciativas y por diferentes mecanismos, las instituciones rectoras inyectaron en forma bruta liquidez por unos 875 mil millones de USD. Hay algunos puntos, sin embargo, que merecen especial atención. En primer lugar, cabe destacar que la mayor parte de esas intervenciones han estado focalizadas en cambios en la composición de los activos mantenidos por dichas instituciones antes que en la expansión de sus respectivas hojas de balance (vale decir, se trató de una intervención esterilizada, en la que la base monetaria quedó relativamente inalterada a fin de no convalidar una expansión de los agregados monetarios que comprometiese el combate a la inflación). Nos explicamos. Usualmente, el modo en que un Banco Central lleva adelante acciones de política monetaria es a través de un cambio en el tamaño de su hoja de balance. Típicamente esto ocurre a través de las denominadas operaciones de mercado abierto (compras/ventas de títulos públicos en circulación a cambio de la inyección o retiro de dinero del mercado²⁰). Así, cuando se decide por ejemplo una operación expansiva de inyección de liquidez el Banco Central compra títulos públicos a cambio de incrementar el dinero en poder del público o las reservas de los bancos comerciales (aumenta, por tanto, el tamaño de su activo y de manera simultánea lo hace su pasivo o base monetaria). Dicha acción modifica en forma neta la oferta de liquidez y tiende a afectar, por tanto, las tasas objetivo de política monetaria.

Sin embargo, buena parte de las intervenciones han estado, más bien, dirigidas a inyectar liquidez para asistir a las entidades financieras sin afectar en forma neta la evolución de la base monetaria (el pasivo de los bancos centrales). ¿Cómo ha sido eso posible? Pues bien, lo que los bancos centrales han hecho ha sido “esterilizar” la mayor parte de las consecuencias monetarias agregadas de su accionar (vgr. mantener inalterado el tamaño de su hoja de balance), efectuando operaciones compensadoras de mercado abierto. Por caso, el otorgamiento de préstamos a través de la ventanilla de descuento (aceptando como colateral una gama más amplia de activos en garantía) se ha visto compensado por ventas de títulos públicos a través de operaciones de mercado abierto. Así, la mayoría de las decisiones de inyección liquidez han implicado meramente un cambio en la composición de los activos de los bancos centrales (en general hacia un portafolio de tenencias de menor calidad) sin que, al final del día, se expandiese su hoja de balance.

²⁰ Lógicamente, las intervenciones en el mercado de cambios (a través de la que se emite o se retira moneda a cambio de la adquisición o venta de reservas internacionales) son otro mecanismo típico de emisión o contracción monetaria que implica un cambio en el tamaño del balance del banco central. Este mecanismo es muy relevante en el caso de economías que intervienen en el mercado de cambios para sostener una determinada paridad pero no tan importante actualmente en el caso de las economías desarrolladas que tienen regímenes de flotación del tipo de cambio.



De alguna manera, lo que los bancos centrales intentaron hacer fue balancear la necesidad de asistir al sistema financiero sin abandonar por completo su objetivo de anclar expectativas inflacionarias²¹. Particularmente, fue así en el caso del Banco Central Europeo -que mantuvo inalteradas sus tasas de política - pero también en los del Banco de Inglaterra y la FED. Pese a los sucesivos recortes efectuados en la tasa de fondos federales, en el último año las acciones de política de la Reserva Federal se tradujeron principalmente en un cambio en la composición de sus activos equivalente a unos U\$D 300 mil M, frente a un incremento en los pasivos mucho más moderado (de apenas unos U\$D 20.000 M), algo que fue posible por la fuerte demanda existente de títulos públicos de largo plazo. De este modo, más allá del nivel de la tasa de política, las decisiones de las autoridades monetarias parecen haberse concentrado en intentar influenciar el precio relativo de los diferentes activos financieros y contrarrestar el marcado aumento de los *spreads* provocado por el fuerte rebrote de incertidumbre ocurrido en los mercados²². Así, tendieron a ofrecer aquello que el mercado demandaba (títulos públicos de alta liquidez) y a demandar otros activos (en cartera de las entidades financieras), aún de alta calidad, pero cuya venta masiva forzada podría ser difícilmente absorbida por el mercado, provocando el contagio de las dificultades a estos instrumentos.

Vinculado estrechamente con lo anterior, un segundo aspecto de las intervenciones efectuadas que vale la pena resaltar es que, en un contexto de fuerte incertidumbre exacerbada por las dificultades de valuación de numerosos activos y de falta de transparencia sobre el tamaño de las pérdidas incurridas, los bancos centrales se han visto obligados a modificar de manera importante sus esquemas operativos, ampliando tanto el rango de instrumentos a ser aceptados en respaldo de la asistencia financiera como las contrapartes en condiciones de acceder a la misma.

Estos desarrollos implican en la práctica un cierto cuestionamiento a los límites convencionales de la provisión de liquidez y tienden a extender la doctrina tradicional. Como se recordará, el enfoque tradicional sobre el accionar del prestamista de última instancia reconoce su origen en los aportes efectuados por Thornton a inicios del siglo XIX y por Bagehot durante el pánico de 1873. Este último formuló un conjunto de principios (la Doctrina Bagehot²³) que en líneas generales han guiado el accionar de los bancos centrales en su carácter de prestamistas de última instancia desde la Gran Depresión: manifestar una clara disposición a prestar asistencia con liberalidad a las instituciones “correctas”; hacerlo cuando se presenten problemas de iliquidez pero no de solvencia; efectuar la asistencia contra un “sólido” colateral y tornar bien oneroso dicho auxilio para evitar financiar desequilibrios corrientes.

Debido a la complejidad de los desarrollos en curso, algunos de estos principios han debido ser relajados durante las actuales turbulencias. En primer lugar, en las actuales condiciones de funcionamiento de los mercados financieros, la distinción –siempre compleja- entre liquidez y solvencia se ha tornado mucho menos nítida. Es sabido que los riesgos de iliquidez en el sistema bancario –aún en el caso de entidades con elevados

²¹ De todas maneras, el tamaño de las intervenciones no ha estado exento de tensiones. Cabe conjeturar que en circunstancias futuras el monto de las inyecciones requeridas pueda ir tornando cada vez más trabajosa su potencial esterilización y que ello pueda comprometer el cumplimiento de otros objetivos de la política monetaria.

²² Nótese que estos aumentos de las primas de riesgo tendían a compensar en muchos casos el efecto bajista de los recortes efectuados en las tasas de política.

²³ Véase Bagehot (1873).



niveles de capital para hacer frente a pérdidas inesperadas- son una posibilidad siempre presente. En efecto, además de conectar a los oferentes (ahorro) y demandantes de fondos (inversión), una función básica de los bancos es efectuar lo que se denomina un rol de transformación de plazos. Este rol esencial es desempeñado por los bancos al captar depósitos (o fondos en el mercado mayorista, por caso) a plazos cortos y prestarlos a plazos sensiblemente más prolongados para financiar la expansión del stock de capital de la economía. En la medida en que su función es, precisamente, brindar liquidez al resto de los sectores económicos, por definición, entonces, los bancos se caracterizan por ser agentes típicamente "ilíquidos" (tener activos de corto plazo inferiores a sus pasivos de igual maduración). En condiciones normales, cuando impera la confianza, la operatoria del sistema bancario se sostiene sobre la base de una "paradoja fortuita": aunque son ilíquidos por naturaleza, todo el mundo se comporta *como si* los bancos fuesen los agentes más líquidos de la economía²⁴. Pero eso mismo, en períodos de incertidumbre, los hace vulnerables a experimentar *shocks* de iliquidez. De no ser debidamente atendida esa eventual iliquidez puede derivar rápidamente en problemas de solvencia y ello fundamenta la existencia de una red de seguridad, caracterizada por la imposición de las denominadas reservas bancarias (encajes), los seguros de depósitos en muchos casos y la propia existencia de un prestamista de última instancia.

Estos vínculos entre iliquidez e insolvencia potencial se han vuelto, sin embargo, mucho más estrechos en las actuales circunstancias. En Persaud (2003) se analizan varias de las razones que contribuyen a la existencia de nuevos mecanismos de transmisión de las dificultades y facilitan la aparición de eventuales dinámicas perversas en el marco de las transformaciones estructurales acaecidas en el funcionamiento de los mercados financieros. Entre las más importantes de ellas, nos interesa destacar las siguientes: a) el cambio de largo plazo desde un modelo de negocios más basado en relaciones de clientela hacia uno más intensivo en transacciones puntuales -asociado al rol creciente del proceso de securitización y los mecanismos de transferencia del riesgo- parece haber reducido en promedio la iliquidez de los activos bancarios, pero podría haber hecho el acceso a la liquidez más dependiente de las condiciones prevalentes en los mercados; b) ese cambio en el modelo de negocios bancario ha acentuado la dependencia hacia el fondeo provisto por agentes que tienen acceso menos directo a la liquidez provista por los bancos centrales; c) la dependencia creciente en modelos y técnicas de manejo del riesgo que asumen la continua disponibilidad de liquidez pero emiten de manera simultánea señales comunes a múltiples participantes y facilitan la transmisión del stress (un ejemplo aquí es la operatoria de los *quandt funds*); d) la emergencia de nuevos y complejos instrumentos financieros que son más difíciles de valorar y dadas sus características no homogéneas, propensos a la iliquidez en momentos de tensiones; e) y por último, el rol desempeñado en dicho contexto por los métodos de valuación y las prácticas de registro contable de "*fair value*" y *mark to market* que provocan que, en un contexto de iliquidez, los cambios no *fundamentales* en el

²⁴ Como ha sido largamente notado, la noción misma de liquidez es, en un cierto sentido, elusiva y paradójica: sólo puede existir por definición en un contexto de diversidad de opiniones sobre los valores fundamentales y las perspectivas de la economía. Cuando, por el contrario, todas las opiniones convergen en una misma dirección (la del pesimismo) y los agentes se colocan del mismo lado del mercado (por ejemplo, todos ofertan y nadie demanda), la liquidez de dicho mercado se evapora. Véase, en esta línea, la interesante serie de trabajos sobre la problemática de la liquidez publicados por el *Banque de France* en el número de febrero (2008) de su Revista de Estabilidad Financiera.



precio de los activos impacten en forma inmediata en la hoja de balance de las entidades²⁵.

Un segundo aspecto a destacar es que, desde un primer momento, quedó bastante en claro que la situación de algunos bancos de inversión podía verse comprometida y que sería insuficiente que la red de liquidez se dirigiese exclusivamente a sus sujetos tradicionales, los bancos comerciales (aquellos que captan depósitos del público minorista)²⁶. Aunque no se financian mayoritariamente con depósitos, aquellas entidades también son vulnerables a una pérdida súbita de liquidez toda vez que descansan en el fondeo de corto plazo (papeles comerciales, mercados de repo) en los mercados de capitales. Así, pese a que la red de regulación prudencial y de supervisión y otras herramientas vigentes para prevenir y hacer frente a las crisis financieras están centradas en el comportamiento de los bancos comerciales, lo cierto es que el cambio en el modelo de negocio bancario verificado en la última década ha otorgado un rol creciente a los bancos de inversión y otros agentes no bancarios que operan en los mercados de capitales. Las innovaciones en el modo de funcionamiento del sistema financiero (que ha pasado a ser mucho más descentralizado y que descansa mucho menos que antes en el financiamiento estrictamente provisto por los bancos comerciales) han tendido a alterar la manera en que opera el proceso de creación monetaria y el multiplicador del crédito. Ya se ha dicho que, durante la fase de auge, se verificó una masiva expansión de la liquidez sin que la creación monetaria primaria fuese excesiva. *Mutatis mutandis*, el razonamiento puede aplicarse en reversa y ello pudo obligar a los bancos centrales a extender su red de contención hasta alcanzar a los bancos de inversión. En efecto, por su rol crítico en el proceso de creación monetaria y por estar involucrados en una compleja e intrincada red de numerosas transacciones financieras, las autoridades parecen haber evaluado que la eventual caída de un banco de inversión en un contexto de desapalancamiento generalizado y fuerte incertidumbre estaba en la actualidad en condiciones de generar eventos de naturaleza sistémica. Según varios observadores, la decisión a fines de marzo de concurrir en auxilio de Bear Stearns frente al peligro de que se produjese un desarme generalizado de posiciones y una dislocación en gran escala en los mercados trazó así una suerte de “raya en la arena” en la evolución de la crisis.

Comentarios finales

²⁵ Hay bastante consenso en que parte de las dificultades con los productos estructurados radica en que muchos de esos instrumentos -ilíquidos y difíciles de valorar- no fueron tratados contablemente como “mantenidos hasta su maduración” sino expuestos a la valuación de mercado. En muchos casos las dificultades se vieron exacerbadas por la existencia de *covenants* o *triggers* que obligaban a ventas forzadas o *margin calls* en caso de caída de las valuaciones. Los problemas de la *metodología mark to market* han dado lugar así a un debate sobre su eventual carácter procíclico. En oposición, algunos alegan que la idea de no reflejar en los balances las pérdidas fue uno de los motivos que luego de la crisis financiera mantuvieron en estado de letargo al sistema bancario japonés durante la década del noventa. Sin embargo, no siempre las prácticas de valuación contable han reflejado de manera transparente y nítida el tamaño de las pérdidas. Ha habido, por ejemplo, problemas en la valuación adecuada de pasivos contingentes, “fuera de la hoja de balance”. Debido a que los bancos decidieron por cuestiones reputacionales u obligaciones contractuales incorporarlos a sus balances en el momento de dificultades, es posible concluir que esos activos deberían haber sido tratados en forma consolidada.

²⁶ Considerada por algunos observadores una sobrerreacción a la crisis financiera, la ley Glass-Steagal estableció en 1933 una rígida separación entre las actividades de los bancos comerciales y los de inversión. Aunque fue implementada de manera relativamente laxa por la FED, la industria bancaria siempre consideró extremadamente restrictiva (y potencialmente riesgosa por sus límites a la diversificación) dicha regulación, que fue finalmente reemplazada en 1999 por la ley Gramm-Leach-Bliley. A la luz, sin embargo, de los actuales desarrollos pareciera que la excesiva confianza en la capacidad de autorregulación de las entidades tampoco es buena consejera.



La virtual extensión de los límites tradicionales de la provisión de liquidez reflejó por cierto una elevada dosis de pragmatismo y flexibilidad de parte de los bancos centrales. En la visión de varios observadores la decidida respuesta frente a la disrupción financiera habría representado, de hecho, un evidente cambio de enfoque en la política monetaria hacia una estrategia asimétrica de administración de riesgos con el objetivo deliberado de evitar escenarios particularmente adversos²⁷.

A juzgar por los desarrollos observados hasta el momento y la evolución posterior a la "marca en la arena" trazada con el caso Bear Stearns, ese enfoque parece haber arrojado buenos resultados para enfrentar la emergencia. Claro está que, como ocurre en estos casos, la mayoría de los costos de estrategias que involucran algún grado de discrecionalidad y de flexibilización de ciertas reglas implícitas en medio de las dificultades pueden no apreciarse de inmediato. Cabe conjeturar que en un futuro tal vez no tan lejano, se oigan voces críticas sobre las señales en términos de incentivos que las intervenciones recientes podrían haber arrojado sobre los participantes del mercado. Muchos de estos temas afectan, incluso, el comportamiento potencial de los actores durante la actual fase del ciclo financiero. En particular, algunos observadores han destacado ciertos riesgos implícitos en las operaciones extraordinarias encaradas durante la emergencia. Una de las cuestiones que han surgido se refiere a la necesidad de planear estrategias de salida para evitar enviar la señal de que las facilidades estarán disponibles en forma permanente, aún cuando la crisis tome tiempo en resolverse, y evitar así que ciertos bancos puedan llegar a tomar riesgos excesivos apalancados en dicha percepción. Por otro lado, se ha señalado que si los bancos centrales son demasiado generosos en la ampliación de la lista de colaterales elegibles para acceder a la asistencia, los bancos pueden tener incentivos a comportarse de manera oportunista reteniendo el colateral de mayor calidad en sus carteras, aumentando así la exposición de los bancos centrales al riesgo de crédito y de contraparte. Esta suerte de Ley de Gresham podría transformar a los bancos centrales en prestamistas de "primera" y no de última instancia y transferir los riesgos de insolvencia a los contribuyentes²⁸.

Sin embargo, podría pensarse que los principales riesgos de la estrategia adoptada se vinculan con las señales que, de cara al futuro, se emiten en términos de incentivos y en la posibilidad de que eventuales tendencias a la ocurrencia de *moral hazard* se vean reforzadas. En este sentido, parte del debate en el próximo período tendría que concentrarse en las modificaciones a efectuar en el marco de regulación prudencial para evitar la repetición de episodios críticos similares. Tal como suele ocurrir en estas instancias, el péndulo parecería tender a inclinarse nuevamente en la dirección de una mayor regulación de los mercados financieros. Aunque existe consenso en tratar de evitar que un mayor celo regulatorio reste incentivos a la continuidad del proceso de innovación financiera, un punto que comienza a estar fuera de disputa es la necesidad de asegurar un conjunto de mecanismos de

²⁷ Véase Mishkin (2008).

²⁸ Cabe repetir, sin embargo, que hasta ahora las calamidades (Northern Rock y Bear Stearns, entre las más prominentes) han sido hechos aislados y que no se ha verificado una recapitalización masiva de las entidades por parte de los gobiernos, tal como en algún momento llegó a proponerse para encapsular el problema (véase OECD, abril de 2008 donde al modo del Resolution Trust Corporation se propusieron explícitamente mecanismos de socialización de los pasivos). De hecho, los bancos han sido capaces de salir al mercado para recapitalizarse y captar fondos nuevos por unos USD 200 mil millones (incluyendo los provenientes de los fondos soberanos de manejo de reservas). Por cierto, habrá que ver la evolución *ex post* de mecanismos como por ejemplo el SLS encarado por el Banco de Inglaterra.



absorción de *shocks* no sólo en términos de capital (que, pese a Basilea parecen haberse mostrado insuficientes) sino, particularmente en términos de liquidez. En particular, varias propuestas han comenzado a discutirse para mejorar los incentivos y reforzar los criterios de manejo del riesgo de liquidez por parte de las instituciones con acceso al financiamiento de los bancos centrales. Al mismo tiempo, varias voces influyentes han comenzado a plantear la necesidad de mejorar la supervisión consolidada de las actividades de los bancos comerciales y de otras instituciones críticas (vgr. algunos bancos de inversión) para el funcionamiento de los mercados financieros. En esta dirección, probablemente influido por la profundidad de la crisis, el Tesoro de EEUU ha difundido recientemente los lineamientos de lo que aspira sea una reforma integral del marco de regulación del sistema financiero y del mercado de capitales, proponiendo un rol de alcance mucho mayor para las actividades de supervisión futuras de la Reserva Federal.

En el momento de mayor tensión, el principal riesgo era que la reparación de los daños en las hojas de balance de las entidades financieras provocase, vía un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito, un fuerte derrame contractivo sobre la dinámica agregada de la economía. La posibilidad de que el *credit squeeze* (endurecimiento del crédito) derivase en un evento abierto de *credit crunch* -una severa declinación de la oferta de crédito generada como resultado de las pérdidas incurridas- parece haber sido superada²⁹. Claro está que, más allá de la pericia y creatividad con que la FED y otros bancos centrales parecen haber estado reivindicando la necesidad de contar con un eficaz y creíble prestamista de última instancia, la profundidad de las dificultades pone de manifiesto la existencia de correcciones inevitables y de problemas de solvencia que la economía deberá, tarde o temprano, procesar.

Referencias:

- Bagehot, W. (1873): *Lombard Street, A Description of the Money Market*. London: King, Reprint, Gloucester, UK : Dodo Press, 2006.
- Banque de France (2008): *Financial Stability Review*, Nro. 11, Febrero.
- FMI (2008, a): *Global Financial Stability Report*, April.
- FMI (2008, b): *World Economic Outlook*, April.
- Kindleberger, Ch. (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, New York: Basic Books.
- Mishkin, F. (2008): *Monetary Policy Flexibility, Risk Management and Financial Disruptions*, Speech at the Federal Reserve Bank of New York, January 11th.
- OECD (2008): *The subprime crisis: size, deleveraging and some policy options*, April.
- Persaud, A., ed. (2003): *Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk* (London Risk Books).
- Vanoli, Alejandro (2008): *La crisis de las hipotecas "subprime" y el rol de IOSCO, ITF, Lectura 34*.

²⁹ En su momento el foro de Política Monetaria de EE.UU. sugirió que las entidades financieras estadounidenses podrían llegar a incurrir en pérdidas por unos USD 200 mil millones y que ello podría provocar una contracción del crédito de unos 900 mil millones de dólares (alrededor de 8% del PIB de EEUU). Por su parte, el FMI (2008, b) llegó a evaluar posibles pérdidas patrimoniales provenientes de problemas en créditos sub-prime, personales y corporativos algo más elevadas, de unos USD 440/510 mil millones. Algunas estimaciones actuales calculan que las pérdidas en las hojas de balance serán finalmente equivalentes a unos 10 trimestres de beneficios previos, frente al equivalente a 6 trimestres de resultados en el caso de la crisis provocada por los bonos basura a fines de los ochenta. Por su parte, la duración de las dificultades sería de unos diez trimestres (medida como el número de trimestres que demorarán los beneficios de los bancos en retornar a los niveles pre-crisis).