

CASTIGO A LA BANCA

En los cinco años transcurridos desde el colapso de Lehman Brothers han proliferado las propuestas para hacer más seguras las operaciones bancarias. Una de las pocas en las que hay amplio consenso es que los bancos deben estar menos apalancados; en otras palabras, deben financiarse más con inversión que con deudas. De este modo, una pérdida tendría menos probabilidad de causar insolvencia a un banco. Pero un nuevo documento pone el apalancamiento bajo una luz más halagüeña: es necesario satisfacer la demanda pública de activos similares al dinero.

Esta perspectiva está en gran medida ausente del debate sobre cuánta inversión extra deben tener los bancos. Los bancos afirman que la inversión es más cara que la deuda. Obligarlos a usar más de ella los orilla a cobrar más por los préstamos, lo cual lesiona el crecimiento económico. Pamplinas, responden los críticos. Como Franco Modigliani y Merton Miller señalaron en 1958, si los demás factores se mantienen iguales, el valor de una empresa no depende de su mezcla de deuda e inversión. Si un banco emite más valores, es menos probable que caiga en bancarota. En consecuencia, sus valores deben ser más seguros y, por lo tanto, más baratos. Obligar a los bancos a reducir su apalancamiento tiene también la ventaja de neutralizar los subsidios que reciben: seguros de depósitos y la promesa implícita de que cualquier banco considerado demasiado grande para quebrar será rescatado.

Con todo, un menor apalancamiento bancario no carece de desventajas. Los bancos no sólo son útiles porque hagan préstamos, sino también porque emiten deuda en una forma extremadamente útil para quienes los financian. Como el dinero, los depósitos bancarios tienen alta liquidez, reserva de valor que es conveniente para cerrar transacciones y no requiere una diligencia de cobro. El precio de esta comodidad es que los hogares obtienen menos interés sobre sus depósitos que sobre bonos, sobretasa conocida como "premio por liquidez".

En un nuevo documento, Harry DeAngelo, de la Universidad del Sur de California, y René Stulz, de la Estatal de Ohio, muestran que este premio significa que los bancos, a diferencia de otras firmas, no son indiferentes al apalancamiento, como sugiere el teorema de Modigliani-Merton. DeAngelo y Stulz señalan que es mejor que los bancos estén fuertemente apalancados, aun sin fricciones como el seguro de depósitos y las garantías implícitas. De todos modos escogerían apalancarse porque el premio por liquidez les permite financiarse a bajo costo.

Su modelo puede explicar una curiosidad histórica. Las proporciones de capital de los bancos han descendido constantemente



Imagen de la sede del banco de inversión Lehman Brothers, en Nueva York, captada el 15 de septiembre de 2008, día en que, con una historia de 158 años, el banco de inversión se declaró en bancarota ■ Foto Ap

en los dos siglos pasados, lo cual se ha atribuido a menudo a la introducción del seguro de depósitos y a su papel de prestamistas de última instancia. Pero en el caso de Estados Unidos, gran parte del descenso en los costos de préstamos se dio antes de la creación de la Reserva Federal, en 1913, y de la introducción del seguro federal de los depósitos, en 1933. Una explicación alternativa es que, a medida que la banca se volvió más competitiva, los prestamistas se vieron forzados a ofrecer mejores términos a los depositantes, lo cual redujo el premio de liquidez. El modelo de DeAngelo y Stulz muestra que en la medida en que el premio de liquidez se reduce, los bancos deben elevar su apalancamiento para compensar.

Si el apalancamiento satisface la demanda de los solicitantes de préstamos de tener una inversión segura y similar al dinero, obligar a los bancos a reducir el apalancamiento podría tener efectos laterales nocivos. Imaginemos un banco que, en vez de emitir nueve dólares en depósitos y uno en valores, emite ocho en depósitos y dos en valores. Una opción para el público es tener un dólar menos en depósitos y uno más en valores, con lo cual asume más riesgo del que desearía. Algo más probable es que "bancos en la sombra" (instituciones que actúan como bancos, pero no están reguladas como ellos) entrarían a atender la demanda insatisfecha de activos similares al dinero. Al

asumir éstos parte de la responsabilidad de los bancos de producir activos similares al dinero, el sistema financiero se vuelve más frágil.

Otro documento de Gary Gorton, Stefan Lewellen y Andrew Metrick, todos de la Universidad Yale, indica que aunque el volumen de activos financieros en Estados Unidos ha crecido en forma dramática de 1952 a la fecha, la proporción que ellos consideran segura se ha mantenido alrededor de 33 por ciento. Pero la mezcla de estos activos seguros ha pasado de la deuda gubernamental y los depósitos bancarios a la deuda "casi segura" de los bancos en la sombra: papeles comerciales, préstamos con pacto de recompra ("repo") y fondos del mercado de dinero.

LOS BANCOS NO SÓLO SON ÚTILES PORQUE HAGAN PRÉSTAMOS, SINO TAMBIÉN PORQUE EMITEN DEUDA

Aun antes de la crisis, las restricciones sobre el apalancamiento tuvieron parte en este cambio. Los bancos buscaron conservar su capital moviendo los valores hipotecarios a vehículos no reportables en el balance, financiados con papeles a corto plazo. Los bancos de inversión financiaron sus valores

hipotecarios con préstamos "repo". Los inversionistas trataron estos pagarés como dinero, sin considerar los colaterales que recibieron. Cuando el mercado hipotecario se derrumbó, los activos que los inversionistas consideraban líquidos y sin riesgo se convirtieron en riesgosos y no líquidos.

La tendencia a un apalancamiento más bajo a partir de la crisis aún tiene que producir efectos laterales similares, porque los bancos han estado persiguiendo depósitos para reemplazar el financiamiento al por mayor. Pero, con el tiempo, el aumento en valores podría restringir la capacidad de los bancos de proveer a las personas activos similares al dinero, con lo cual las empujarían hacia los brazos de los bancos en la sombra. De ahí las continuas preocupaciones de las autoridades por los fondos del mercado de dinero, que intentan mantener un valor neto de activos de un dólar por acción, lo cual anima a los inversionistas a tratarlos como efectivo. Técnicamente, sin embargo, son inversiones en valores: los fondos pueden pagar menos de un dólar. Eso fue lo que el Fondo Primario de Reserva hizo cuando sus activos en documentos de Lehman se hicieron incobrables, lo cual desató una corrida más extensa hacia los fondos del mercado de dinero.

La Comisión Europea ha propuesto obligar a los fondos de dinero a tener un tope predefinido

de capital. La Comisión de Valores y Cambios de Estados Unidos insta a los fondos a flotar los precios de sus acciones o limitar los retiros en tiempos de estrechez. Ambos organismos desean que los inversionistas dejen de tratar como efectivo las inversiones en el mercado de dinero. Objetivo loable, pero tiene sus belemos: los inversionistas podrían alejarse en busca de otro activo similar al dinero en otro rincón en penumbra del sistema.

Fuentes:

"Why High Leverage is Optimal for Banks", por Harry DeAngelo, Universidad del Sur de California, y René M. Stulz, Universidad Estatal de Ohio, documento de trabajo de NBER & European Corporate Governance Institute, agosto de 2013

"The Safe-Asset Share", Gary Gorton, Stefan Lewellen y Andrew Metrick, Escuela de Administración de Yale, documento de trabajo de la Oficina Nacional de Investigación Económica (Estados Unidos), enero de 2012

"The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", por Franco Modigliani y Merton Miller, *The American Economic Review*, junio de 1958

"Do the M & M propositions apply to banks?", por Merton Miller, *Journal of Banking & Finance*, 1995

"Misunderstanding Financial Crises", por Gary Gorton, Oxford University Press, 2012

"The Bankers' New Clothes", por Anat Admati y Martin Hellwig, Princeton University Press, 2013

Economist Intelligence Unit

