



## El balance de los principales bancos centrales: ¡Un dilema de US\$15 billones!

Jorge Madrigal Badilla<sup>1</sup>  
[jmadrigal@secmca.org](mailto:jmadrigal@secmca.org)

En el segundo semestre del 2008, se desencadenó la más grave crisis financiera y económica desde la Gran Depresión, cuyo origen se asocia con el colapso del mercado hipotecario de Estados Unidos (EE.UU.), y la cual condujo a la quiebra de instituciones financieras como algunos bancos de inversión (Lehmann Brothers, por ejemplo) y a la intervención por parte del gobierno de la empresa aseguradora más grande de ese país (AIG) y el mayor banco de ahorro y préstamos (Washington Mutual). Los canales tradicionales de crédito se deterioraron drásticamente y la crisis se extendió rápidamente a Europa y a los mercados emergentes.

Luego de la crisis financiera los principales bancos centrales del mundo se embarcaron en la aplicación de políticas monetarias expansivas con el fin de estabilizar tanto sus economías domésticas como la economía global. La necesidad de incrementar los niveles de liquidez necesarios para mantener funcionando adecuadamente los sistemas financieros y estimular el crecimiento económico, llevó a la implementación de medidas de política poco ortodoxas, sobre todo una vez que se alcanzó el nivel de cero en las tasas de interés (*zero lower bound*).

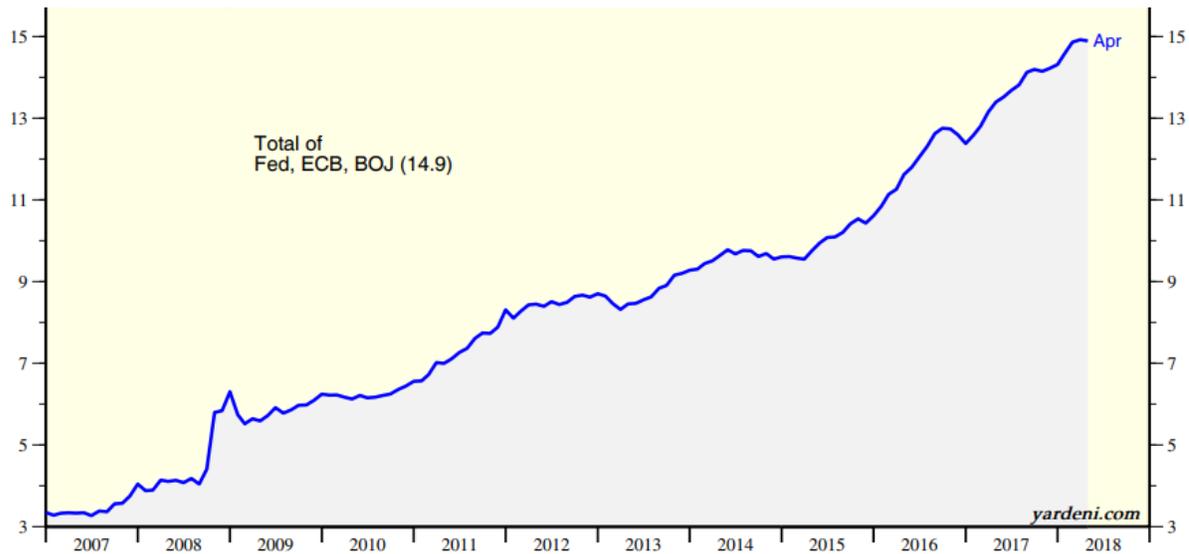
## Política monetaria no convencional

Un ejemplo de ello fue la implementación del *Quantitative Easing* (QE) por parte de la FED en los EE.UU. Como ya es ampliamente conocido, el QE consistió en la compra de activos con niveles de riesgo asociados mayores a los de instrumentos bancarios, los cuales incluyeron valores respaldados en hipotecas (*mortgage-backed securities*) y otros tipos de deuda no gubernamental.

---

<sup>1</sup>Economista Consultor de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. Las ideas y opiniones en el presente trabajo no necesariamente corresponden a las del Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) o sus miembros. El autor agradece los comentarios recibidos de Domingo González, Luis Ortiz y Randal Romero Aguilar en una versión preliminar de este documento. Los errores u omisiones son responsabilidad exclusiva de su autor.

Gráfico 1: Bancos Centrales Seleccionados: Activos Totales  
*miles de millones de EUA\$*



Fuente: Global Economic Briefing: Central Bank Balance Sheets. Yardeni Research, Inc. Mayo, 2018

Otros de los principales bancos centrales del mundo, en particular el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BOJ), también implementaron sus propias versiones del QE. En ambos casos, se involucraron activamente en la compra (directa o indirecta) de valores privados, tales como bonos y acciones corporativas. Un porcentaje de estas adquisiciones se realizó directamente en el mercado primario, con lo cual los bancos centrales canalizaron recursos directamente a las empresas, en vez de adquirir los activos mediante transacciones en el mercado secundario.

Como resultado de estas políticas, el tamaño de los balances de los bancos centrales se ha expandido notablemente en el período de la post crisis. El gráfico 1 muestra la evolución en el saldo de activos de los principales bancos centrales del mundo. Como es posible observar, el valor de los activos se ha multiplicado por más de 4 veces desde el inicio de la crisis financiera.

Con la excepción del BOJ y su introducción de flexibilización monetaria cuantitativa y cualitativa en abril de 2013, el aumento en el tamaño de los activos del resto de bancos centrales no fue visto como un fin en sí mismo. Más bien, fue el resultado de hacer préstamos a instituciones financieras o comprar otros activos en aras de perseguir la estabilidad financiera y el incremento de la demanda agregada.

En efecto, este proceso de expansión de los activos de los bancos centrales puede di-



vidirse en dos etapas. Durante la primera, los balances de los bancos centrales se expandieron mediante la provisión de reservas a los bancos comerciales, con el fin de asegurar una compensación sin distorsiones de las transacciones financieras. Lo anterior debido a la elevada incertidumbre que existía entre los bancos en relación con la solvencia de sus contrapartes, lo que los había llevado a acumular reservas en exceso en vez de prestarlas en los mercados interbancarios y a utilizarlas como una especie de autoseguro. Esta expansión monetaria estuvo originada más bien en una respuesta de política por el lado de los pasivos de los bancos centrales.

La segunda etapa de expansión provino de las políticas de QE per se. Los bancos centrales iniciaron la compra de activos con el fin de reducir las tasas de interés de largo plazo y modificar de esta manera la composición de los portafolios de los agentes económicos. Estas compras de activos se financiaron nuevamente mediante la creación de reservas, aunque esta vez como resultado de políticas de administración de los activos del balance.

Cuando se analiza el comportamiento individual de los principales bancos centrales es posible observar un comportamiento divergente en la acumulación de activos en sus respectivos balances. En términos nominales (ver gráfico 2a), al mes de abril de 2018 el Banco Central Europeo mantuvo el nivel más grande de activos con un saldo de EUA\$5.5 billones, seguido por el Banco de Japón (EUA\$5.0 billones) y la Reserva Federal de los EUA (EUA\$4.4 billones). Sin embargo, al hacer la comparación de las cifras como porcentaje del Producto Interno bruto (PIB) de cada país, el tamaño relativo del Banco de Japón sobrepasa en mucho tanto al BCE como a la FED (ver gráfico 2b).

Esta divergencia y resultado de la QE tendrá grandes implicaciones para los bancos centrales la próxima vez que una crisis amenace la economía global. El BCE y el FED probablemente contarían con mayor espacio para recurrir a la compra de activos o recortes en la tasa de interés, en comparación con el margen de maniobra que le quedaría al BOJ.



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

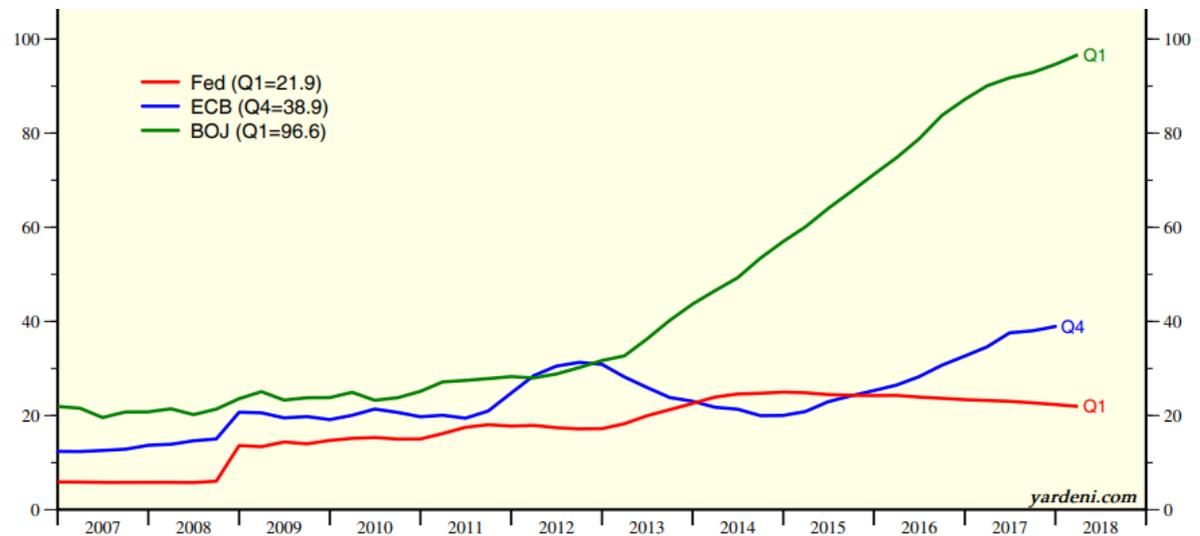
No. 96, julio 2018

Gráfico 2: Bancos Centrales Seleccionados: Activos Totales

(a) miles de millones de EUA\$



(b) porcentaje del PIB



Fuente: Global Economic Briefing: Central Bank Balance Sheets. Yardeni Research, Inc. Mayo, 2018



## ¿En qué han “invertido” los bancos centrales?

Una de las características interesantes de las políticas dirigidas a expandir los balances de los bancos centrales es la diversidad de activos en los que se ha “invertido”. Por ejemplo, el Banco de Japón se convirtió indirectamente en el principal accionista de varias empresas (incluida Kikkoman, el principal productor de salsa de soya en el país), debido a la posición asumida en participaciones negociables de fondos de inversión (*Exchange Traded Funds*).

Las compras de títulos del BCE se han enfocado, entre otros valores, en los sectores más representativos de los índices de bonos, tales como energía, gas y electricidad, telecomunicaciones y seguros. Sin embargo, también se han adquirido valores de empresas relacionadas con carreteras, aerolíneas y el sector automovilístico. En el caso de la FED, más del 40% de la tenencia de valores se concentra en títulos respaldados por hipotecas de agencias estatales (Fannie Mae y Freddie Mac, por ejemplo). Sin embargo, las diferencias entre la naturaleza y características de los sistemas financieros y entre los tipos de choques a los que se han enfrentado las diferentes economías, entre otros factores, han conducido a diferentes patrones en la estructuración del activo en el balance de los bancos centrales como parte de su estrategia de QE. El gráfico 3 muestra claramente estas particularidades en la conformación del activo total de estos bancos.

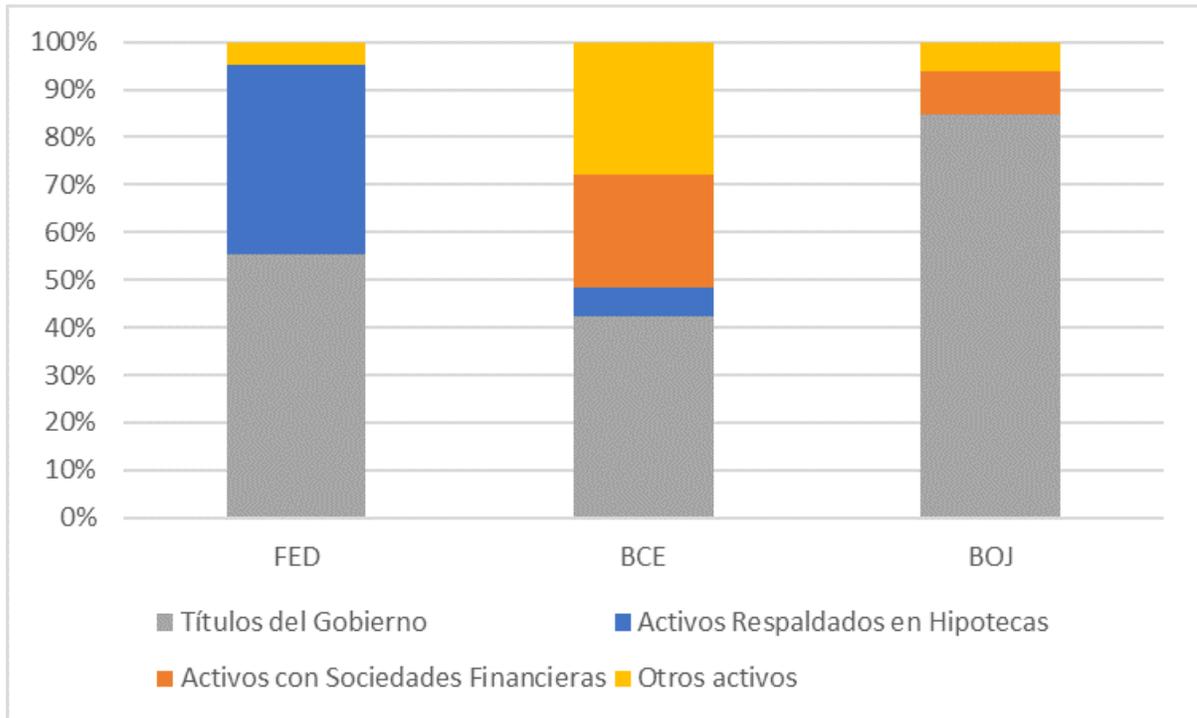
La composición de los activos muestra que los bancos centrales han monetizado los déficits fiscales, particularmente Japón, seguido por EUA. En cambio, el BCE ha actuado mayormente en la adquisición de activos no bancarios).

## ¿Es conveniente mantener hojas de balance tan abultadas?

La compra de activos le dio a los bancos centrales un instrumento de política que podría ser utilizado independientemente de la tasa de interés, especialmente una vez que éstas comenzaron a ser cercanas a cero en términos nominales (*zero lower-bound*). De esta manera, la gestión del balance se ha convertido en una herramienta más para promover la estabilidad macroeconómica y financiera, aunque se debe reconocer que sus efectos potenciales no han sido comprendidos en su totalidad.

Se han señalado una serie de factores tanto positivos como negativos asociados con el hecho de mantener niveles tan elevados de activos y pasivos en el balance general de los bancos centrales en los países con sistemas financieros desarrollados. En primer lugar, puede verse como una herramienta para robustecer la estabilidad del sistema fi-

Gráfico 3: Bancos Centrales Seleccionados: Composición de Activos Totales  
*porcentaje del PIB*



Fuente: Balances de los bancos centrales a diciembre, 2017.

nanciero. Por ejemplo, Greenwood, Hanson y Stein (2016) argumentan que, en el caso de la EE.UU., existe una demanda importante por activos líquidos, seguros y de corto plazo por parte del sector privado, los cuales pueden ser provistos en la figura de reservas bancarias lo cual ayudaría a moderar comportamientos riesgosos de estos agentes. Sobre todo, en períodos de crisis cuando es difícil valorar la calidad de los activos ofrecidos como colateral.

En segundo lugar, se considera que una estrategia basada en operaciones de compra y venta de activos de diferente naturaleza puede mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, pues se establece un vínculo más directo con los mercados de valores con el fin de inducir modificaciones en las tasas de interés, que aquel que se tendría al operar únicamente por medio de mercados interbancarios. Cúrdia y Woodford (2011) consideran que, en mercados financieros que se caracterizan por un alto nivel de imperfección e ineficiencia, la gestión del acervo de activos de los bancos centrales puede contribuir a corregir esas distorsiones influyendo sobre los premios de riesgo y liquidez (curva de rendimientos).



En esta misma línea, un tercer elemento a favor es que, al realizar operaciones directamente con otros participantes no bancarios en el mercado, los bancos centrales pueden modificar de una manera más eficiente el costo de financiamiento que éstos enfrentan en situaciones particulares. Por ejemplo, bajo algunas circunstancias, los bancos comerciales podrían abstenerse de trasladar total o parcialmente los cambios en las tasas de interés a sus depositantes y prestatarios, y este tipo de operaciones permitirían tanto reforzar los efectos del canal de transmisión tradicional, como mitigar sus efectos sobre sectores particulares con el fin de robustecer la estabilidad del sistema financiero.

Un último argumento a favor de mantener balances sólidos en los bancos centrales está relacionado con su función de prestamistas de última instancia. En períodos de crisis, los bancos centrales se convierten en proveedores de liquidez (incrementando su posición acreedora o facilitando la constitución de mayores reservas bancarias) lo cual podría ayudar a mitigar los efectos de la reticencia de los bancos comerciales a otorgar crédito (tanto entre ellos como a otros agentes económicos) en situaciones de tensión financiera extrema.

Se mantienen, sin embargo, algunos riesgos asociados a las hojas de balance abultadas. En primer lugar, la adquisición de activos diferentes a los bonos gubernamentales significa que los bancos centrales se convierten en participantes directos en el proceso de intermediación financiera, facilitando los flujos de crédito y la disminución de los costos de endeudamiento. Naturalmente, la adquisición directa de estos activos traslada a la hoja de balance de los bancos centrales los riesgos asociados a estos instrumentos. Lo anterior claramente constituye actividades cuasifiscales pues se exponen recursos públicos a una serie de riesgos financieros, aun cuando las operaciones crediticias se encuentren colateralizadas. Adicionalmente, cuando los bancos centrales se convierten en los principales compradores de activos financieros se hace más difícil para los participantes en el mercado valorar y poner un precio adecuado a los riesgos inherentes a los instrumentos involucrados en las operaciones.

De acuerdo con Blot, Creel y Hubert (2017) existen dos retos importantes para los bancos centrales si incorporan la gestión del balance como una herramienta permanente de política monetaria. El primero tiene que ver con la menor neutralidad de este esquema en comparación con el uso tradicional de las tasas de interés, dado que la política se dirige a sectores e instrumentos financieros específicos. Si los mercados financieros no son eficientes y acusan imperfecciones, una gestión activa del balance de los bancos centrales puede contribuir a crear mayores distorsiones en dichos mercados.

El segundo está relacionado con la estrategia de comunicación de los bancos centrales. En la medida que se combine el uso de la tasa de interés con la gestión del balance como herramientas de política monetaria, es posible que surjan situaciones que pueden ser percibidas como contradictorias. Por ejemplo, con el fin de mejorar el perfil de la



curva de rendimientos es posible que se intente promover un incremento en la tasa de interés de corto plazo (política contractiva) junto con una expansión del balance (política expansiva). En esos casos, los bancos centrales deben ser muy claros en sus explicaciones en cuanto al uso de los instrumentos y el objetivo que se persigue con el fin de no generar dudas en el público sobre el tono de la política monetaria.

## ¿Volverán los balances de los bancos centrales a los niveles pre-crisis?

Todavía no existe consenso (tanto a nivel técnico como académico) sobre el esquema que adoptarán los bancos centrales para abandonar sus políticas expansivas y los posibles efectos que esto tendría sobre los mercados financieros internacionales. De esta manera, no es posible reconocer si esas acciones se reflejarán en una disminución del volumen de los balances o si, por el contrario, los elevados niveles de activos se deben considerar como el resultado de una “nueva normalidad”. La solución de este dilema es uno de los principales retos que deberán enfrentar los bancos centrales en los países desarrollados.

## Referencias

- Bagus, Philipp y David Howden (2016). “Central Bank Balance Sheet Analysis”. En: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 68.2, págs. 109-125.
- Banco Central de Eslovenia (Eurosistema) (2017). *Central bank balance sheets in the new normal*. Discussion Note 47.
- Blot, Christophe, Jerome Creel y Paul Hubert (2017). *What should the ECB “New Normal” look like?* Policy Brief 29. Observatoire Francaise des Conjoctures Economiques.
- Canuto, Otaviano y Matheus Callavari (2017). *The Mist of Central Bank Balance Sheets*. Policy Brief 17/07. OCP Policy Center.
- Credit Suisse Research Institute (2017). *The Future of Monetary Policy*.
- Cúrdia, Vasco y Michael Woodford (ene. de 2011). “The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy”. En: *Journal of Monetary Economics* 58.1, págs. 54-79.
- Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson y Jeremy C. Stein (2016). “The Federal Reserve’s Balance Sheet as a Financial-Stability Tool”. En: *2016 Economic Policy Symposium Proceedings*. Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Pattipeilohy, Christian (2016). *A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition*. Working Papers 559. BIS.
- Singh, Manmohan y Haobin Wang (2017). *Central Bank Balance Sheet Policies and Spillovers to Emerging Markets*. Working Paper WP/17/172. IMF.