

Els Opuscles del CREI

---

nº **4**

Noviembre 99

# El prestamista en última instancia en el entorno financiero actual

**Xavier Freixas**



CENTRE DE RECERCA  
EN ECONOMIA INTERNACIONAL  
GENERALITAT DE CATALUNYA  
I UNIVERSITAT POMPEU FABRA



El Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI) es un centro de investigación constituido como consorcio integrado por la Universitat Pompeu Fabra y la Generalitat de Catalunya. Su sede está en el campus de la Universitat Pompeu Fabra, en Barcelona.

El CREI se constituyó el mes de noviembre de 1993. Fue el resultado de la combinación de dos impulsos: por un lado, de la evolución actual de la economía internacional y europea, que ha planteado nuevos retos y ha creado un entorno completamente inédito para regiones económicamente dinámicas como, por ejemplo, Catalunya; y, en segundo lugar, de los últimos desarrollos en teoría económica, que han revitalizado campos hasta ahora muy segmentados como la economía internacional, la economía regional, la teoría del equilibrio general, la teoría de los juegos de estrategia, la teoría del crecimiento, la economía del desarrollo, la macroeconomía de las economías abiertas o las finanzas internacionales.

*Els Opuscles del Crei pretenden ser los instrumentos de difusión de la investigación del CREI en el ámbito no académico. Cada Opuscle recoge, para un público general, las conclusiones y observaciones de trabajos publicados, o en vías de publicación, en las revistas especializadas. Se hace constar que las opiniones expresadas en Els Opuscles del CREI son responsabilidad de sus autores.*

*Editado por: CREI  
Universitat Pompeu Fabra.  
Ramon Trias Fargas, 25-27 08005 Barcelona  
Tel. 93 542 24 98  
© 1999, CREI  
© de esta edición: Xavier Freixas  
ISSN: 1137 - 7828  
Diseño: Fons Gràfic  
Impresión: Masanas Gràfiques  
Depósito legal: B-46257-99*

# El prestamista en última instancia en el entorno financiero actual

**Xavier Freixas**

## 1. Introducción

Durante la última década las intervenciones de los Bancos Centrales con el objeto de evitar la quiebra de entidades financieras y garantizar la estabilidad del sistema financiero se han multiplicado. El saneamiento de los Savings and Loans norteamericanos, de Banesto, Credit Lyonnais, Long Term Bank of Japan, y Long Term Capital Management o las intervenciones que han afectado a economías enteras en el Sudeste asiático, en Rusia o en Brasil han conmovido a la opinión pública.

Dichas intervenciones han tomado un cariz crítico con la crisis del 98. Los fenómenos acontecidos han dejado patentes al menos tres características de la intervención del prestamista en última instancia. En primer lugar, la incapacidad de los bancos centrales en países emergentes como Tailandia, Malasia, Corea y Rusia a hacer frente a una crisis financiera generalizada. En segundo lugar, la intrínseca vinculación existente entre crisis bancaria, financiera y crisis del sector real, manifiesta en dichos países. Por último, la necesidad de crear instituciones adecuadas para hacer frente a las posibles crisis, en un contexto en el

que el FMI y el G-10 no han podido actuar de modo coordinado y eficiente.

La existencia de un prestamista en última instancia halla su justificación en la posibilidad de una crisis sistémica, definida como aquella en la que los mecanismos y circuitos financieros habituales dejan de cumplir sus funciones, interrumpiendo el desarrollo de las transacciones comerciales. Debido a las dimensiones catastróficas de las crisis sistémicas, existe un amplio consenso en cuanto a la necesidad de diseñar los mecanismos necesarios para prevenir dicha eventualidad, gracias a la intervención del prestamista en última instancia a nivel **macroeconómico**, facilitando liquidez cuando las entidades no podrían obtenerla en el mercado. Por esta razón, desde mediados del siglo XIX la mayoría de economías desarrolladas se han dotado de un Banco Central cuya misión es intervenir en los mercados financieros inyectando o detrayendo liquidez. La creación de los Bancos Centrales ha tenido un efecto muy positivo sobre la actividad económica, disminuyendo la importancia de las crisis y de los ciclos económicos (Miron, 1986).

Sin embargo, a nivel **microeconómico**, existe, como veremos, un importante debate sobre las funciones que el prestamista en última instancia debe tener en la práctica así como en las modalidades de intervención que debe utilizar. También es controvertida la cuestión de la intervención del prestamista en última instancia a nivel internacional, cuestión que ha cobrado últimamente una importancia capital.

Nuestro objetivo en el presente *opuscle* es analizar el estado actual de la controversia sobre la intervención del prestamista en última instancia, presentando los argumentos teóricos y contrastándolos con las modalidades de intervención

efectivamente utilizadas en la práctica. Para ello empezaremos por plantear por qué es necesaria la intervención del prestamista en última instancia. Habiendo propuesto distintas justificaciones de la existencia de un prestamista en última instancia, examinaremos los tipos de intervención que ello implica, antes de analizar las implicaciones que se derivan en cuanto a las intervenciones del prestamista en última instancia a nivel internacional.

## **2. La justificación del papel del prestamista en última instancia: fundamentación teórica**

De acuerdo con la teoría económica, la existencia de una “mano visible” que sustituye o complementa a los mecanismos de mercado sólo se justifica en presencia de un fallo de mercado. Existen dos tipos de fallos de mercado característicos del sector bancario: en primer lugar la posibilidad de una crisis de liquidez, y en segundo lugar la presencia de efectos externos generados por el fallido de una entidad financiera. Sin embargo, la importancia de estos fallos de mercado depende del entorno económico y financiero, por lo que es importante considerar el papel del prestamista en última instancia en el entorno financiero actual, antes de analizar el tipo de instituciones que se justifican desde el punto de vista teórico.

### **2.1 Crisis de liquidez**

Por la naturaleza de sus operaciones los bancos asumen un riesgo de liquidez al financiar con depósitos a corto plazo sus préstamos a largo plazo. Una crisis de liquidez puede, por lo tanto, producirse cuando los depositantes deciden retirar sus depósitos, provocando una crisis bancaria.

En la ausencia de algún mecanismo institucional corrector, dicha actitud por parte de los depositantes constituye una profecía autorealizada, porque, debido a la crisis bancaria que ellos mismos generan, es racional por parte de los depositantes proceder a la liquidación de sus depósitos. Desde una perspectiva teórica, la posibilidad de una crisis de liquidez se modeliza como un juego con múltiples equilibrios, de los cuales uno es preferible a otros (Diamond y Dybvig, 1983).

Desde una perspectiva histórica, las crisis de liquidez tuvieron una gran importancia antes de la creación de los bancos centrales. Sin embargo, gracias a la intervención de los bancos centrales, este tipo de crisis ha visto su importancia disminuir.

## **2.2 Riesgo sistémico y contagio**

El segundo tipo de fallo de mercado que permite justificar la existencia de un prestamista en última instancia lo constituye la importancia de los efectos externos que tiene el fallido bancario. Dichos efectos son más importantes para una entidad financiera, y especialmente, para una entidad de depósitos, que para una entidad no financiera debido a la existencia de contagio. Este puede intervenir a partir de un cambio en las expectativas de los agentes en cuanto a la solidez del sistema financiero, o puede ser la consecuencia de las importantes posiciones acreedoras o deudoras que las entidades financieras mantienen unas con otras.

### **Contagio via expectativas**

El fallido de un banco puede afectar al comportamiento de los depositantes en otros bancos, con un riesgo de crisis generalizada. El mecanismo mediante el cual el fallido de un banco puede

llevar al fallido de otro puede ser o bien puramente especulativo o bien derivarse de la similitud en sus políticas de activo.

- El contagio puramente especulativo se produce cuando la quiebra de un primer banco provoca un cambio en el comportamiento de los depositantes de un segundo banco, que deciden liquidar sus depósitos en un segundo banco, con la consiguiente crisis para éste.

- El segundo tipo de contagio se basa en la similitud de las carteras de inversiones de los bancos. La quiebra de un primer banco puede significar que las inversiones que éste había realizado eran poco rentables, lo que afecta a todos aquellos bancos que hayan efectuado inversiones parecidas, en el mismo sector o en el mismo país. Los inversores decidirán liquidar sus depósitos para evitar el posible riesgo, por lo que la crisis bancaria se hará extensiva a aquellos bancos que han efectuado inversiones similares.

La diferencia entre los dos tipos de contagio es importante, ya que en el primer caso el contagio lleva a la liquidación de bancos solventes, mientras que en el segundo la crisis afecta a bancos que se hallan posiblemente en una situación precaria en cuanto a la rentabilidad de sus inversiones.

### **El sistema bancario como una red**

Debido a su función de proveedor de servicios de transacción, que algunos autores consideran como la principal justificación de las entidades bancarias (Fama, 1970; Gurley y Shaw, 1960), el sistema bancario constituye una red que permite transferir derechos de propiedad. El funcionamiento eficiente de esta red implica que unas entidades se hallen en situación de acreedor res-

pecto a otras, por lo que existirá un riesgo de crédito entre entidades bancarias, con un efecto de contagio real: la quiebra de una entidad bancaria afecta la solvencia de todas aquellas entidades que le son acreedoras. Concretamente, el contagio a través de la estructura de red del sistema bancario se produce a través de tres tipos de operaciones:

- **Riesgo de compensación.** Con el fin de agilizar las transacciones entre bancos, puede ser eficiente utilizar un sistema de compensación y liquidación, lo que implica que exista un riesgo de crédito entre entidades. Aunque las posiciones se cierran cada día, el importe de las transacciones es tal que dichos riesgos no pueden ser descartados (véase Humphrey, 1986).

- **Mercado interbancario.** Las operaciones de préstamos sin garantía entre entidades financieras constituyen una segunda fuente de riesgo de crédito.

- **Operaciones de derivados OTC.** En las operaciones fuera de balance efectuadas en mercados no organizados (Over-the-counter u OTC), las entidades pueden tomar posiciones que generan un riesgo de crédito cuando, debido a la evolución del subyacente, la entidad que quiebra es deudora respecto a otras entidades.

### 2.3 El entorno financiero actual

Algunos de los cambios acontecidos en el sector financiero en los últimos años han contribuido a disminuir las externalidades que justificaban la existencia del prestamista en última instancia. Dichos cambios pueden ser de tipo tecnológico, afectar a la liquidez de los mercados, al comportamiento de los depositantes. Sin embargo, el entorno financiero se ha modificado también lle-

vando a una mayor internacionalización de los mercados financieros, lo que implica un mayor riesgo de contagio internacional.

#### Los cambios tecnológicos

El progreso tecnológico en la transmisión de la información ha permitido desarrollar un mercado líquido de *repos* que las entidades utilizan para gestionar su liquidez sin tener que asumir riesgo de crédito alguno. Asimismo el progreso en la rapidez de la transmisión de información ha permitido el desarrollo de los sistemas de liquidación interbancaria en tiempo real, en detrimento de los sistemas clásicos de compensación y liquidación que implicaban un mayor crédito interbancario. Ambas innovaciones han reducido, por tanto, el riesgo de contagio.

#### La mayor liquidez de los mercados

El desarrollo de los mercados financieros así como la regulación de los mismos ha llevado a unos menores costes de transacción. Las entidades pueden, por lo tanto, obtener liquidez también más fácilmente gracias a la venta de títulos en los mercados. El riesgo de liquidez es, por tanto, más reducido en la actualidad.

#### El cambio en los comportamientos de los depositantes

En la actualidad, bien gracias a una regulación financiera que protege mejor al pequeño inversionista, en particular gracias a la generalización del seguro de depósitos, bien gracias a la propia intervención del prestamista en última instancia, el riesgo sistémico es menor al haber desaparecido las crisis puramente especulativas, en las que los depositantes exigían la conversión de sus depósitos en efectivo. Con la excepción de

los países emergentes, en los que una crisis financiera puede conllevar el abandono de la divisa local a favor de una divisa más fuerte, la liquidación de depósitos en un banco lleva generalmente a la apertura de depósitos de idénticas características en otra entidad financiera.

### **La mayor conexión internacional**

También característica del nuevo entorno financiero es la internacionalización de negocio bancario. La presencia de la banca extranjera, sea mediante sucursales o mediante filiales es más acusada. El segundo aspecto a destacar del proceso de internacionalización es el desarrollo del mercado interbancario internacional.

El primer aspecto implica que en caso de fallo de una entidad, es más difícil que los bancos de una plaza financiera puedan organizar su rescate, si dicha operación no es directamente rentable, al ser la operación contraria a los intereses de los accionistas. Esta constatación podría explicar que, en los últimos años, las operaciones de rescate de entidades financieras en dificultad se hayan efectuado principalmente a partir de fondos públicos, directamente o indirectamente (gracias a los fondos de los bancos centrales).

En resumen, los cambios acontecidos en el entorno financiero han llevado a un menor riesgo de contagio, en un contexto en el que simultáneamente el riesgo de contagio internacional se ha visto incrementado.

### **2.4 Implicaciones para el diseño institucional**

Al plantear la cuestión de la intervención del prestamista en última instancia desde un punto de vista teórico, las implicaciones para el diseño

institucional aparecen más claramente, permitiendo diferenciar el papel del prestamista en última instancia y el papel del Banco Central.

#### **¿Prevenir o curar?**

Si la intervención del prestamista en última instancia halla su origen en la externalidad generada por la quiebra de una entidad financiera, una asignación eficiente de recursos implica, en primer lugar limitar dicha externalidad, es decir limitar el contagio. Desde este punto de vista, debemos resaltar que la regulación no ha insistido suficientemente en la necesidad de crear mecanismos que limiten el contagio entre entidades financieras, cuando, en la actualidad, dichos mecanismos existen. Así, por ejemplo, el mercado de *repos* permite la gestión de liquidez y las transacciones en tiempo real evitan el riesgo de crédito implícito en el sistema de pagos.

#### **¿Gestor de crisis o proveedor de recursos?**

Analizando las actuaciones del prestamista en última instancia, Fischer (1998) identifica dos funciones distintas. Por una parte, el prestamista en última instancia actúa como gestor de la crisis que coordina a los inversores evitando un efecto de pánico; por otra parte, también es su responsabilidad generar la liquidez que el mercado necesita. La implicación de esta diferenciación de las dos funciones es importante porque pueden ser ejercidas por instituciones diferentes. De hecho, en algunas ocasiones el prestamista en última instancia ha actuado únicamente como gestor de la crisis. Así, por ejemplo, frente al crack bursátil de 1987 o, más recientemente, frente a la crisis de LTCM, el papel fundamental del Fed y del New York Fed respectivamente fue la de coordinar a los participantes y garantizar que inyectaría la liquidez necesaria para que los agen-

tes no se vieran forzados a liquidar sus posiciones. Simultáneamente, la posibilidad de una crisis de liquidez justifica la función del prestamista en última instancia como proveedor de liquidez.

### 3. Las modalidades de intervención

Como punto de partida y como referencia obligada es interesante reseñar los principios enunciados por Bagehot, y valorarlos en el entorno financiero actual. Ello nos llevará a considerar los argumentos en el debate sobre la intervención del prestamista en última instancia que se han venido planteado, a menudo al amparo de la autoridad de Bagehot.

#### 3.1 La posición clásica de Bagehot

La posición de Bagehot puede resumirse en cuatro principios básicos:

- El prestamista en última instancia debe prestar sólo a instituciones financieras solventes.
- Los préstamos deben efectuarse a tipos de interés superiores a los del mercado.
- Cualquier institución financiera debe poder obtener un préstamo a condición de que disponga de garantías suficientes.
- El prestamista en última instancia debe anunciar públicamente su política.

La presencia de una penalización muestra cómo, de acuerdo con Bagehot, el recurso al mercado tiene que ser la regla y que sólo en caso de fallo en el mercado los bancos deberán tener acceso al prestamista en última instancia.

En un mercado líquido, los tres primeros principios enunciados serían contradictorios, ya que el sector privado estaría dispuesto a prestar contra garantías con una penalización menor. Sólo en un mercado ilíquido el prestamista en última instancia podría intervenir, lo que podría hacer, en teoría, únicamente mediante operaciones de mercado abierto.

El cuarto principio muestra la coherencia misma del papel del prestamista en última instancia: ya que éste debe intervenir únicamente en presencia de una crisis de liquidez, el anuncio público de la política de préstamos sólo puede ser favorable a un mejor funcionamiento del mercado. Sin embargo, dicho principio nunca ha sido puesto en práctica, al preferir los bancos centrales utilizar una política de “ambigüedad creativa”, término con el que se refieren a su capacidad de intervenir de forma discrecional.

#### 3.2 La posición liberal

Algunos autores, entre los que destaca Humphrey (1986), consideran que la aplicación de los principios de Bagehot en el entorno financiero actual, donde existe un mercado líquido de préstamos garantizados (*repos*), implicaría que el prestamista en última instancia se limitase a inyectar liquidez mediante operaciones de mercado abierto, absteniéndose de intervenir mediante préstamos a instituciones financieras individuales sólo en casos extremos de importante riesgo sistémico (Schwartz, 1995). Si una entidad solvente e ilíquida no tiene activos que le permitan obtener liquidez en el mercado de repos, podrá obtener préstamos sin garantía de otras entidades que, previamente, habrán analizado la solvencia de la entidad peticionaria candidata al préstamo. El argumento que desarrollan se basa en 1) que el mecanismo propuesto es suficiente para resolver

todos los problemas de liquidez a los que las entidades puedan verse confrontados y 2) que cualquier desviación respecto a estas reglas llevaría a una menor disciplina de mercado, incitando a los directivos de las entidades financieras a tomar mayores riesgos.

Las hipótesis implícitas que los partidarios de esta posición utilizan son 1) que el mercado interbancario funciona perfectamente 2) que el saneamiento de una institución financiera en crisis implica un coste elevado, tanto por el coste directo que supone para los contribuyentes<sup>1</sup> como por los efectos que tiene la menor disciplina de mercado sobre los comportamientos de las entidades.

### **3.3 La posición intervencionista**

En oposición a la posición liberal, la posición alternativa, que denominamos “intervencionista”, propugna intervenir cuando la liquidación de una entidad tiene un coste superior al de mantenerla en funcionamiento. En nuestra opinión es incorrecto justificar esta posición por la necesidad de evitar la liquidación de las entidades ilíquidas y solventes. Efectivamente, en la práctica, (Goodhart, 1988) es utópico plantear dicha oposición puesto que el banco central no puede distinguir entre entidades solventes e insolventes. Además, las autoridades de tutela mantienen en funcionamiento a algunas entidades únicamente por ser excesivamente elevadas las externalidades generadas por su quiebra, argumento que se justifica en particular para las entidades demasiado grandes para quebrar (too big to fail).

### **3.4 Las contribuciones recientes**

El debate entre liberales e intervencionistas deja de lado varios aspectos de la modelización

de los efectos de la intervención del prestamista en última instancia. Desde un punto de vista teórico, no queda clara cual es la imperfección del mercado que la intervención del prestamista en última instancia intenta subsanar, y desde un punto de vista más aplicado, no se entiende por qué los bancos centrales han adoptado sistemáticamente una política de intervención activa, salvando a entidades financieras en situación de crisis<sup>2</sup>. Esta constatación ha llevado a desarrollar nuevos modelos que incorporan imperfecciones de mercado, y, concretamente, del mercado interbancario. Las contribuciones recientes de Flannery (1996) y de Freixas, Parigi y Rochet (1999) han permitido establecer que, en presencia de un mercado interbancario, pueden existir problemas de equilibrios múltiples. En tales condiciones la argumentación liberal se ve fuertemente debilitada, porque el supuesto implícito de “correcto funcionamiento” del mercado interbancario en que se basa deja de ser una hipótesis natural.

En Freixas, Parigi y Rochet, (FPR) consideramos explícitamente el papel del sistema interbancario en una economía en la que los consumidores, que desean consumir en otra zona geográfica, deciden transferir sus depósitos a un banco localizado en la zona donde desean consumir o liquidar sus depósitos para disponer de efectivo. Esta forma de modelizar a los consumidores, parecida a la utilizada por Diamond y Dybvig (1983), permite justificar la existencia de un mercado interbancario.

En el modelo de FPR, el mercado interbancario permite a los bancos transferir liquidez entre ellos, y por lo tanto evita el coste de liquidación de activos poco líquidos. La contribución original consiste en examinar todas las implicaciones de la existencia de un mercado interbancario por el



sistema de interrelaciones que crea entre las distintas entidades de depósitos. El análisis de esta red de interrelaciones contractuales lleva a los autores a concluir que el prestamista en última instancia tiene un papel esencial para el buen funcionamiento del mercado interbancario a tres niveles distintos.

- En primer lugar, el prestamista en última instancia tiene que coordinar a los participantes en el mercado interbancario. Ello es necesario debido a la coexistencia de dos tipos de equilibrio: en el primero, el mercado interbancario funciona de forma eficiente; en el segundo sin embargo, cada depositante prefiere liquidar sus depósitos a transferirlos a otro banco, forzando a las entidades a liquidar sus activos. Esta segunda situación constituye un equilibrio porque la propia liquidación de los activos por parte de las entidades reduce la rentabilidad de transferir fondos a otra entidad, haciendo que sea óptimo para los depositantes liquidar sus depósitos.

- La existencia de un sistema multilateral de contratos interbancario tiene una segunda consecuencia, ya que una entidad insolvente puede no verse confrontada a la disciplina de mercado si le es posible obtener un préstamo en el mercado interbancario. Por lo tanto, la disciplina del mercado debe ser reforzada gracias a la supervisión bancaria.

- Por otra parte, si una entidad tiene que ser liquidada, la modelización de los vínculos interbancarios permiten identificar las consecuencias en cuanto al posible contagio a otras entidades. La responsabilidad del prestamista en última instancia es, en este caso, limitar las consecuencias del cierre de un entidad facilitando crédito a aquellas entidades cuya liquidez se hubiera visto

afectada, lo que permite evitar el contagio entre entidades. Sin embargo, si la complejidad de los flujos de interrelaciones con otras entidades es excesiva, es posible que el rescate de la entidad insolvente sea la única salida de la crisis. Esta situación se produce cuando entidades de grandes dimensiones, demasiado grandes para que su liquidación sea posible (too big to fail), se hallan en situación de crisis.

## **4. El prestamista en última instancia a nivel internacional**

### **4.1 Las características de las crisis internacionales**

#### **La transposición nacional/internacional**

Al considerar el papel del prestamista en última instancia a nivel internacional, parece a priori difícil hallar similitud alguna con las funciones de su homólogo a nivel nacional. Efectivamente, el primero presta a países mientras que el segundo presta a entidades financieras. Sin embargo, sorprendentemente, los problemas a los que se ve confrontado el prestamista en última instancia a nivel internacional son semejantes a aquellos a los que se enfrenta el prestamista en última instancia a nivel de un país. Dicho paralelismo entre las funciones de las dos instituciones aparece al darse a nivel internacional condiciones que podemos asimilar a las anteriormente descritas en el caso doméstico:

- En cuanto al origen del fallo de mercado que reside, de nuevo, en el contagio, existente esta vez entre países.

- En cuanto a las modalidades de intervención, pudiendo el prestamista en última instancia

a nivel internacional intervenir a nivel macroeconómico o prestando a un país individual.

- En cuanto a la dificultad de distinguir entre países ilíquidos y países insolventes.
- En cuanto a la estructura de pasivos de los países emergentes que se caracterizan por combinar activos a largo plazo con pasivos a corto plazo, como ocurre con los bancos comerciales a nivel doméstico.

Simultáneamente existen importantes diferencias, siendo la existencia de una divisa doméstica que en situación de crisis es objeto de ataques especulativos la principal de ellas. Asimismo, la coexistencia de una autoridad supervisora local y de una autoridad extranjera o supranacional con capacidad para crear liquidez en divisa fuerte es propia del contexto internacional. Estas diferencias se plantean de forma dramática tratándose de economías emergentes por dos razones: en primer lugar, los Bancos Centrales domésticos tienen una capacidad de maniobra mucho más limitada, porque una crisis financiera en una economía emergente puede traducirse por una crisis de la divisa con importantes salidas de capitales, y en segundo lugar, porque el prestamista en última instancia a nivel internacional, como en particular el G10, el FMI, o el Tesoro de EEUU, no constituye en la actualidad una institución con objetivos y capacidad de intervención suficientemente claros.

### **Características económico-financieras de las crisis recientes**

Durante la última década la mayoría de economías emergentes han mantenido una política de tipos de cambio de anclaje (pegging) con respecto al dólar que les ha permitido reducir la

inflación doméstica. Sin embargo, la modificación de la paridad Dólar/Yen ha llevado a la pérdida de posición competitiva al deteriorarse el tipo de cambio medio ponderado<sup>3</sup>. Dicho fenómeno ha podido verse agravado por haberse producido un nivel de inflación doméstica superior a la de los EEUU.

Como resultado de su política de anclaje respecto al dólar, los países emergentes afectados por la crisis, en particular en el sudeste asiático, tuvieron que afrontar el progresivo deterioro de su balanza de pagos. Para financiar el déficit resultante, dichos países obtuvieron financiación en el mercado interbancario internacional mediante préstamos denominados en dólares US con un vencimiento inferior a un año<sup>4</sup>. La fragilidad de esta estructura financiera facilitó el pánico bancario, cuando el riesgo país se incrementó, puesto que los bancos extranjeros no renovaron la financiación para todos aquellos préstamos que llegaban a su vencimiento. El sistema bancario doméstico que prestaba en la divisa doméstica y a largo plazo financiándose en dólares a corto plazo no tenía instrumentos para cubrir su riesgo. El colapso del crédito llevó a un nivel de morosidad que hizo que el sistema bancario en su conjunto se hallase en situación de quiebra.

### **Contagio internacional**

El contagio internacional se produjo a dos niveles, a nivel financiero y a nivel real.

Por lo que afecta al contagio a nivel financiero, el paralelismo con los mecanismos que operan dentro de un país es completo. El contagio se operó cuando los bancos extranjeros revisaron su riesgo país y decidieron prestar a más corto plazo con márgenes más elevados a los países que se hallaban en situaciones similares. En cuanto al

contagio real, la crisis financiera implicó una disminución del PIB con la correspondiente disminución de las importaciones, afectando el nivel de actividad en los países exportadores. Más importante aún, la crisis implicó una devaluación que pudo generar un deterioro de la balanza de pagos en los países exportadores de bienes similares<sup>5</sup>.

#### **4.2 El debate sobre el papel del prestamista en última instancia a nivel internacional**

Desde la posición liberal, el origen de la crisis asiática se halla en las garantías implícitas que los inversores habían creído poder obtener. Las elevadas rentabilidades unidas a la percepción de un riesgo limitado por la probable intervención del prestamista en última instancia, llevaron a sobreinvertir en las economías emergentes. La implicación es pues que el papel del prestamista en última instancia hubiera debido limitarse (por ejemplo durante la crisis Mexicana) para no crear falsas expectativas.

La posición intervencionista considera, en cambio, que los países emergentes han sido objeto de una crisis de iliquidez cuando sus inversiones a largo plazo no han permitido hacer frente a sus pasivos a corto plazo. Dicho enfoque implica que la intervención del prestamista en última instancia era necesaria y que su coste hubiera sido reducido. Sin embargo, como para el caso doméstico el prestamista en última instancia deberá determinar la diferencia entre los países ilíquidos y aquellos realmente insolventes, y, de nuevo, creemos que esta distinción puede no ser posible.

Del mismo modo que se produce a nivel doméstico, la intervención del prestamista en última instancia puede tener efectos sobre los comportamientos de los agentes, que pueden tender a

ser menos eficientes (riesgo moral). Por una parte, para los países deudores, la posible actuación del prestamista en última instancia hace que la disciplina monetaria y fiscal pueda no ser tan estricta. Por otra parte, el posible apoyo del prestamista en última instancia en caso de crisis hace que disminuyan los incentivos de los inversores a valorar correctamente el riesgo país si saben que, en caso de crisis, podrán obtener el apoyo del prestamista en última instancia. Calomiris (1999) añade que existe un coste real de las intervenciones del FMI, ya que dichas intervenciones transfieren el coste de la crisis de los inversores internacionales a los contribuyentes del país afectado, con el consiguiente coste social. Sin embargo, como lo expone Brealey (1998), en las últimas crisis tanto los países deudores como los inversores han sido duramente penalizados por el mercado. Desde este punto de vista, por lo tanto la cuestión del riesgo moral ha sido exagerada en el análisis de la crisis.

#### **4.3 El prestamista en última instancia en la construcción de la Europa Monetaria**

La cuestión del prestamista en última instancia se plantea de forma acuciante en la construcción de la Europa Monetaria. A pesar de la existencia de mecanismos para el rescate de entidades financieras en dificultad en cada país, en el estado actual de la construcción de la Unión Monetaria, las instituciones existentes no permiten ni la intervención coordinada entre países, ni una coordinación rápida y eficiente entre el Banco Central Europeo (BCE) y los distintos bancos centrales nacionales.

El proyecto de integración monetaria europea mantiene el poder de supervisión y la responsabilidad del posible rescate de una entidad en manos de los Bancos Centrales Nacionales. Las

condiciones para que el BCE pueda rescatar a una entidad son extremadamente restrictivas, por lo que, Pratti y Schinasi (1999) llegan a la conclusión de que “no existe una forma preestablecida mediante la cual el BCE podría ofrecer liquidez de forma rápida y unilateral a una entidad financiera que no dispusiera de activos pignorables” (p. 27). A corto plazo, puesto que los bancos no habrán diversificado sus inversiones, continuarán siendo nacionales, y la ausencia de una opción de rescate a nivel europeo no pone en peligro la estabilidad financiera en Europa. Sin embargo, a más largo plazo, el proceso de fusiones y adquisiciones llevará a una diversificación intraeuropea, por lo que el Banco Central del país de origen puede verse obligado a liquidar una entidad cuyo coste de rescate es excesivo, especialmente cuando solo una fracción de los beneficios derivados del rescate revierten al país de origen. Por lo tanto, la creación de la Unión Monetaria Europea tendrá como consecuencia que las políticas de rescate de entidades financieras se vuelvan más estrictas. Tratándose de entidades cuyo fallido no tiene consecuencias importantes, dicho cambio posiblemente debería ser bienvenido; sin embargo, tratándose de entidades financieras cuyo fallido puede generar un riesgo sistémico, el endurecimiento de la política de rescate puede tener consecuencias sobre la estabilidad del sistema bancario europeo, ello constituye una verdadera espada de Damocles<sup>6</sup>. Si añadimos además, como lo hacen Pratti y Schinasi, que los cambios estructurales necesarios para la creación de una zona Euro son portadores de riesgo sistémico, la necesidad de establecer un mecanismo de coordinación a nivel Europeo aparece de forma todavía más patente.

A esta primera crítica del estado actual de la supervisión bancaria en Europa, debemos añadir una segunda: aunque los bancos centrales nacio-

nales continúen ejerciendo las funciones de prestamistas en última instancia, su falta de acceso a la creación monetaria limitará su capacidad de acción. Por lo tanto, tratándose de importes elevados, el rescate de una entidad hará necesaria la obtención de fondos del BCE, lo que, a su vez, implicará que esta entidad tenga que supervisar también a las entidades financieras europeas. Sin embargo, dicha condición está lejos de cumplirse en la actualidad y las condiciones para que se produzca una cooperación real entre reguladores no parecen estar satisfechas todavía.

En definitiva, en ausencia de cooperación entre el BCE, responsable de la creación monetaria y las entidades responsables de la supervisión financiera, la Unión Monetaria Europea se orienta hacia el desarrollo de la versión más liberal del modelo de prestamista en última instancia: la utilización exclusiva de operaciones de mercado abierto, y ello, posiblemente sin una voluntad explícita de llegar a este modelo de intervención por parte de los participantes.

## 5. Cuatro lecciones para el futuro

Como consecuencia del cambio en el entorno financiero, es necesario reexaminar las funciones del prestamista en última instancia.

**Lección 1: El prestamista en última instancia debe desarrollar mecanismos para limitar el contagio.** Dichos mecanismos existen, y la primera responsabilidad del prestamista en última instancia es velar por la correcta utilización de dichos mecanismos. Ello incluye, regular correctamente los mercados interbancario y de derivados OTC, así como el sistema de pagos. Dicha regulación puede tener un coste para el usuario de servicios financieros, si la utilización de las garantías

es sistemática. Por esta razón el prestamista en última instancia debe solamente exigir un sistema de garantías acorde con el riesgo sistémico. El progreso observado en el sistema de pagos indica que se está avanzando en la dirección correcta; sin embargo, el riesgo en el mercado interbancario y en el mercado de derivados OTC puede ser todavía excesivo. Consecuencia de esta constatación, es la responsabilidad del prestamista en última instancia en desarrollar mecanismos que, como en los mercados organizados de futuros y opciones, permitan obtener un alto nivel de garantía a un coste reducido. Dichos desarrollos no son a veces únicamente tecnológicos, sino que pueden requerir modificaciones legislativas para permitir la movilización de determinados elementos de activo.

**Lección 2: En el entorno financiero actual, las intervenciones del prestamista en última instancia deben ser menos frecuentes** al haberse reducido los costes de un fallido bancario gracias al mecanismo del seguro de depósito que permite eliminar el contagio vía expectativas. Por lo tanto, es razonable pensar que, en el futuro, el prestamista en última instancia reducirá su apoyo a las entidades en crisis, lo que introducirá una mayor disciplina en el mercado.

Por otra parte, la mayor conciencia de los contribuyentes del coste que tiene (directamente o indirectamente) para el Tesoro Público el rescate de una entidad financiera, implica que el coste político de una intervención se incrementa mientras que los beneficios que se derivan de la misma se mantienen iguales. Ello implica, de nuevo, que las intervenciones para evitar que un banco pueda ser liquidado no deberían ser menos frecuentes.

**Lección 3: En el entorno financiero actual no es posible que el prestamista en última instancia preste únicamente vía operaciones de mercado abierto.** Efectivamente, los resultados recientes, que utilizan la hipótesis de información asimétrica han puesto de manifiesto que un comportamiento excesivamente restrictivo por parte del prestamista en última instancia, que limite sus intervenciones a la provisión de liquidez exclusivamente a través de operaciones perfectamente garantizadas, como son las de mercado abierto, llevaría a una ineficiencia, tanto por la utilización excesiva de activos líquidos pignorable por parte de las entidades financieras, como por el mayor riesgo de crisis sistémica. Por esta razón, en condiciones de elevada incertidumbre y de información asimétrica las operaciones de préstamos a entidades financieras en dificultades deben mantenerse.

**Lección 4: En el contexto internacional la aplicación de estos principios implica una coordinación todavía inexistente.** Las organizaciones existentes no actúan para prevenir la crisis sino para limitar sus efectos, substituyéndose al mercado y prestando al país afectado por la crisis. Las consideraciones de coste y beneficio, así como la consideración de la estabilidad internacional como un bien público son también parte del problema al que se enfrenta la coordinación internacional.

## Notas a pie de página

(1) Es interesante subrayar que el desarrollo de la posición liberal corresponde a un cambio en la actitud de los contribuyentes. La experiencia de EEUU, México, Japón muestra que los contribuyentes han sido sensibles al coste del rescate de los bancos y que han intentado limitarlo. La implicación para las funciones del prestamista en última instancia es que las transferencias efectuadas por el Tesoro público para mantener en actividad bancos en dificultades tienen un coste político elevado.

(2) Véase Goodhart y Schoenmaker (1995) y Santomero y Hoffman (1998) para una amplia panorámica de las recientes crisis bancarias y de la forma en que han sido resueltas.

(3) Dicho aspecto ha sido recalcado y considerado como un aspecto clave de la crisis, en particular, en el caso de la crisis del sudeste asiático por la importancia que tiene el Yen en los intercambios comerciales. La impresionante depreciación del Yen respecto al Dólar US creó para los países que habían fijado su paridad respecto al Dólar una sobrevaloración de su divisa y una pérdida de posición competitiva a nivel internacional.

(4) Dicha financiación externa pudo alcanzar entre el 25 y el 45% del PIB (Brealey, 1998). La regulación del B.I.S. hace que los requisitos de capital para un préstamo con plazo inferior a un año sean menores que para préstamos con plazos más dilatados. Desde este punto de vista, los criterios de Basilea han contribuido a incentivar una estructura de financiación más frágil para los países emergentes.

(5) Eichengreen, Rose y Wyplosz (1996) establecen que esta puede ser la principal causa de crisis en un país.

(6) La paradoja es tanto más patente cuando cada uno de los bancos centrales nacionales europeos sigue una política de rescate de las entidades financieras cuyo fallido puede poner en peligro la estabilidad financiera del país. Sin embargo a nivel conjunto no existe una política equiparable.

## Bibliografía

- Bagehot, W. 1873 *Lombard Street: a description of the money market*. London, H.S. King.
- Begg, D., Paul De Grauwe, F. Giavazzi y H. Uhlig, C. Wyplosz, 1998, "The ECB: Safe at Any Speed?" *Monitoring the Central Bank* 1, CEPR, London.
- Benston, G. J., R. Eisenbeis, P. Horvitz, E. J. Kane, y G. Kaufman, 1986, *Perspectives on Safe and Sound Banking: Past, Present, and Future*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Bordo, M.D., 1986, "The lender of last resort: Alternative views and historical experience", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* 76(1), 18-29.
- Brealey, R., 1998, "On the International Lender of Last Resort", mimeo.
- Brimmer, A. F., 1989, "Distinguished Lecture on Economics in Government: Central Banking and Systemic Risks in Capital Markets", *Journal of Economic Perspectives* 3, 3-16.
- Calomiris, C., 1999, "The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort", *The Cato Journal*, Vol 17, N°3.
- De Bandt, O. y Philipp Hartmann, 1998, "What is Systemic Risk Today?", mimeo, European Central Bank, Agosto.
- Diamond, D. y P. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity" *Journal of Political Economy* 91, 401-419.
- Economist, (The), 1996a, "Foreign Exchange. Ghostbusters?", 16 de Marzo.
- Economist, (The), 1996b, "International Banking Survey", 27 de Abril.
- Eichengreen, B, A. Rose y C. Wyplosz, 1996, "Contagious Currency Crises", NBER Working Paper 5081, Julio.
- Fama, E., 1980, "Banking in the Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics* 6, 39-57.
- Fisher, S., 1998, "On the need for an International Lender of Last Resort", Documento preparado para la American Economic Association y the American Finance Association Meetings, IMF, mimeo.
- Flannery, M., 1996, "Financial Crisis, Payment System Problems, and Discount Window Lending", *Journal of Money, Credit and Banking* 28, 804-24.

- Freixas, X. y J-C. Rochet, 1998, *Microeconomics of Banking*, Cambridge, MA, MIT Press,
- Freixas, X. y B. Parigi, 1998, "Contagion and Efficiency in Gross and Net Payment Systems" 7(1), 3-31.
- Freixas, X. B. Parigi, y J-C. Rochet, 1999, "The Lender of Last Resort: A Theoretical Foundation", mimeo IDEI.
- Garcia, G. y E. Plautz, 1988, *The Federal Reserve: Lender of Last Resort*, Ballinger, Cambridge.
- Giannini, C., 1998, "Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender of Last Resort Function", Temi di discussione, Banca d'Italia, Dicembre.
- Goodhart, C., 1988, *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Goodhart, C.A.E. y D. Schoenmaker, 1995, "Should the Functions of Monetary Policy and Bank Supervision be Separated?", Oxford Economic Papers, 39, 75-89.
- Group of Thirty, 1997, "Global Institutions, National Supervision and Systemic Risk", mimeo, Washington DC.
- Gurley, J. y E. Shaw, 1960, *Money in the Theory of Finance*, Washington: Brookings Institution.
- Hellwig, M., 1994, "Liquidity Provision, Banking, and the Allocation of Interest Rate Risk", *European Economic Review* 38, 1363-1389.
- Miron, J., 1986, "Financial panics, the seasonality of the nominal interest rate, and the founding of the Fed.", *American Economic Review* 76(1), 125-40
- Mishkin F., 1995, "Comments on Systemic Risk" in G. Kaufman ed. *Banking Financial Markets and Systemic Risk*, Research in Financial Services, Private and Public Policy, Vol. 7, Hampton, JAI Press Inc.
- Mussa, M., 1986, "Safety and Soundness as Objectives of Regulation of Depository Institutions: Comments on Kareken", *Journal of Business* 59(1), 97-117.
- Pratti, A. y G. Schinasi, 1999, "Financial Stability in European Economic and Monetary Union", mimeo, International Monetary Fund.
- Rochet, J. C. y J. Tirole, 1996a, "Interbank Lending and Systemic Risk" *Journal of Money Credit and Banking* 28, 2ª parte, 733-762.
- Rochet, J. C. y J. Tirole, 1996b, "Controlling Risk in Payment Systems" *Journal of Money Credit and Banking* 28, 2ª parte, 832-862.
- Salop, S., 1979, "Monopolistic Competition with Outside Goods", *Bell Journal of Economics* 10, 141-156.
- Santomero, A y P. Hoffman, 1998, "Problem Bank Resolution: Evaluating the Options", Discussion Paper 98-05, Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Schwartz, A., 1995, "Systemic Risk and the Macroeconomy" in G. Kaufman ed. *Banking Financial Markets and Systemic Risk*, Research in Financial Services, Private and Public Policy, Vol. 7, Hampton, JAI Press Inc.

## Títulos publicados

---

- 1. Una reflexión sobre el desempleo en España**  
**Ramon Marimon** (Junio 97)
  - 2. Reducir el paro: ¿a cualquier precio?**  
**Fabrizio Zilibotti** (Diciembre 97)
  - 3. Impuestos sobre el capital y el trabajo, actividad macroeconómica y redistribución**  
**Albert Marcat** (Noviembre 98)
  - 4. El prestamista en última instancia en el entorno financiero actual**  
**Xavier Freixas** (Noviembre 99)
-





### **Xavier Freixas**

Xavier Freixas es licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Toulouse (1972) y Ph.D. en Economía también por la Universidad de Toulouse.

Es catedrático de Economía Financiera de la Universidad Pompeu Fabra, Barcelona, donde dirige el Centro de Investigación en Economía Financiera y Research Fellow del CEPR. Previamente ha sido Houblon Norman Senior Fellow del Bank of England y Research Fellow visitante del Financial Market Group de la London School of Economics (Julio 1998-Junio 1999), Joint Executive Director de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA), 1989-1991, y profesor en las Universidades de Montpellier y Toulouse. Ha sido profesor invitado de l'Ecole des Hautes Etudes, ENSAE (PARIS), CEMFI, The Wharton School, Harvard University y University of Illinois.

Ha publicado varios artículos en revistas internacionales especializadas como: Journal of Political Economy y Journal of Financial Intermediation. Es Miembro del Comité Ejecutivo de la European Finance Association, Editor Asociado del Journal of Financial Intermediation y del Journal of Financial Services Research.

#### **CENTRE DE RECERCA EN ECONOMIA INTERNACIONAL**

**GENERALITAT DE CATALUNYA  
I UNIVERSITAT POMPEU FABRA**

*Ramon Trias Fargas, 25-27 - 08005 Barcelona*

*Tel: 93 542 24 98 - Fax: 93 542 18 60*

*E-mail: crei@upf.es*

*<http://www.econ.upf.es/crei>*

**PVP: 1.000 Ptas.**

 **Generalitat de Catalunya  
Departament de Presidència**

 **UNIVERSITAT  
POMPEU FABRA**