

Macroeconomía Financiera

Michel Aglietta

1a. Edición Ediciones ABYA-YALA
12 de Octubre 14-30 y Wilson
Casilla: 17-12-719
Teléfono: 562-633 / 506-247
Fax: (593-2) 506-255
E-mail: admin-info@abyayala.org
editorial@abyayala.org.
Quito-Ecuador

Impresión Docutech
Quito - Ecuador

ISBN: 9978-04-598-8

Traducido por Ma. Teresa Jiménez de la versión francesa:
Macroéconomie financière, Éditions La Découverte.
Collection Repères, ISBN 2-7071-2881-3
París 1998, con las debidas licencias.

La traducción de esta obra fue posible gracias al aporte del Ministerio de la Cultura y de la Comunicación de Francia.

Impreso en Quito-Ecuador, 2000

V / El riesgo de sistema y los medios para prevenirlo

La seguridad de los sistemas financieros y la prevención del riesgo sistémico constituyen una preocupación principal de los bancos centrales. La vulnerabilidad en riesgo de sistema depende de la evolución de las estructuras financieras. La globalización financiera ha conllevado accidentes diferentes y recurrentes desde hace un cuarto de siglo.

Se han experimentado crisis de mercado que ilustran la inestabilidad de las dinámicas de precios en los mercados financieros y las faltas de liquidez que pueden revelarse brutalmente en ellos. Esas crisis fueron, por ejemplo, la del mercado de los billetes de tesorería (*commercial paper*) en 1970 en Estados Unidos, y la de las ‘obligaciones de pacotilla’ (*junk bonds*) en 1989 en los mercados de deudas. Las crisis más violentas se producen en los mercados de los activos patrimoniales: las bolsas en 1987 y 1989, el mercado inmobiliario de varios países a principios de los años ‘90. Estos distintos episodios evidencian fuentes de riesgo, con el potencial de propagarse al conjunto de los sistemas financieros: los brutales y no anticipados incrementos de tasas de interés, las bajas repentinas de precios de los activos, los agotamientos de la liquidez en los mercados limitados.

También pudieron observarse crisis bancarias que propagan comportamientos de desconfianza respecto a un número indeterminado de bancos y que pueden suscitar pánico. Hubo crisis bancarias extendidas en los años ‘70 en el Reino Unido (bancos secundarios), en los años ‘80, en dos ocasiones, en Estados Unidos (cajas de ahorro) y en los tres países nórdicos (bancos comerciales). Hubo crisis más puntuales, pero que golpearon

a grandes establecimientos: por ejemplo, el banco alemán Herstatt (1974), la Continental Illinois en Estados Unidos (1984), la BCCI, cuyos accionistas mayoritarios estaban en los Emiratos Árabes y cuyo centro de operaciones estaba en Londres (1991), el Crédit Lyonnais en Francia (1993). Tampoco debería olvidarse la crisis de la deuda del Tercer Mundo, que se desató en agosto de 1982. Aunque las autoridades hubieran podido evitar esas catástrofes monetarias, dichas crisis bancarias aumentaron el costo de la intermediación financiera al crear un clima de incertidumbre que deteriora la calidad de la información que los sistemas financieros procesan.

Finalmente, se presentó la amenaza en la forma más seria en que puede acontecer, la crisis de pagos, directamente después de una paralización interna de un sistema central (el Banco de New York, en 1985) o en repercusión de una crisis bancaria (el contragolpe de la quiebra del Banco Herstatt sobre los pagos internacionales en dólares, en 1974).

Estos fenómenos plantean serios problemas porque sus incidencias globales amenazan a la economía. Las quiebras bancarias o las crisis de mercado pueden acentuar o prolongar una recesión. Incluso pueden hacer que el clima de negocios se vuelva persistentemente pesimista, que los agentes económicos estén siempre a la espera y prevenir un marasmo después de la recesión. En pocas palabras, la economía puede deprimirse por las repercusiones de los acontecimientos locales. En este sentido, podemos hablar de riesgo de sistema.

La primera tarea es, por tanto, comprender estas repercusiones, identificar lo que es el riesgo de sistema, aprehender las razones del fracaso de los ajustes usuales. La segunda es descubrir si ciertas estructuras financieras son más vulnerables que otras al riesgo de sistema, así como evocar las políticas prudentiales que las autoridades pueden poner en obra para prevenir el riesgo de sistema.

1. Riesgo de sistema y crisis financieras

En el estudio de las situaciones históricas, la ambigüedad conduce a controversias sobre las crisis financieras: ¿se trata de verdaderas crisis financieras por la virulencia de su propagación o de seudocrisis financieras que siguen estando, ellas mismas, contenidas en el campo donde han estallado? Los autores monetaristas adoptan una definición muy restrictiva y no reconocen una verdadera crisis financiera y en tanto que no exista pánico bancario [Schwartz, 1986]. Los historiadores de la economía, por el contrario, tienden a tener una opinión muy extensiva de la cuestión. Pero no ofrecen una teoría rigurosa del fenómeno [Kindleberger, 1978]. Los puntos de vista sobre este problema están lejos de ser académicos, porque condicionan la amplitud de la responsabilidad y las formas de la acción de las autoridades respecto al riesgo de sistema. ¿Hay que anunciar las condiciones de la intervención pública según una doctrina claramente explicada, o es mejor actuar caso por caso y quedarse en una ambigüedad que algunos consideran constructiva?

La definición del riesgo de sistema

Aunque el riesgo de sistema concierne a un gran número, y hasta al conjunto de los agentes económicos, no es una yuxtaposición de riesgos individuales e independientes. Es una relación particular entre los comportamientos microeconómicos y de los estados macroeconómicos que resultan de la interacción de estos comportamientos. También definiremos el riesgo de sistema como sigue: *es la eventualidad de que aparezcan estados económicos en los cuales las respuestas racionales de los agentes individuales a los riesgos que perciben, lejos de conducir a una mejor repartición de los riesgos por diversificación, llevan a aumentar la inseguridad general* [Aglietta y Moutot, 1993].

Esta definición contiene hipótesis con implicaciones considerables. Subraya que las estructuras financieras no son neutras.

Influyen en la esfera de los posibles equilibrios macroeconómicos.

Los estados macroeconómicos en los cuales se presenta el riesgo de sistema pueden declararse *anormales* por tres razones:

- Por los graves disfuncionamientos en la distribución de los recursos que vuelven muy ineficientes a esos estados económicos.
- Por las lógicas económicas que comportan. Esos estados son los resultados involuntarios de comportamientos individuales de gestión de los riesgos, dadas las informaciones que proporcionan los mercados. De manera general, el riesgo de sistema no proviene de la irracionalidad de los agentes, sino de las faltas de coordinación de los mercados.
- Por la espontánea perpetuación de las situaciones anormales. Aunque todos los agentes sufren pérdidas de bienestar, las faltas de coordinación impiden a los agentes individuales reconocer el efecto de sus acciones sobre los demás. Por tanto, esos agentes no tienen interés en adoptar los comportamientos que, si fueran generales, permitirían regresar a la esfera de los equilibrios anormales.

Las fuentes del riesgo de sistema

Estos caracteres del riesgo de sistema son el resultado de que los riesgos que sufren los agentes no son exógenos, ni por tanto, independientes de la percepción de sus acciones mutuas. La no separabilidad de los riesgos hace fracasar el principio del aseguramiento privado mediante la diversificación de los riesgos. Por eso, se requiere la acción pública para ofrecer a la sociedad en su conjunto un aseguramiento colectivo contra el riesgo de sistema.

Una hipótesis microeconómica para unificar el conjunto de los fenómenos agrupados bajo la denominación del riesgo de sistema es la asimetría de información [Mishkin, 1994]. Este concepto ya se utilizó en los capítulos anteriores, porque permi-

te analizar los problemas de coordinación de las relaciones financieras.

El crédito es una relación que está sometida, por naturaleza, a la información asimétrica. Al no ser el objeto de la transacción un valor real disponible, sino una promesa, una de las contrapartes no conoce lo suficientemente bien las características de la otra como para tomar las decisiones adecuadas. Esta asimetría se manifiesta antes y después de la transacción en forma de fracaso de la coordinación mercantil.

Antes, de una incapacidad para discriminar a los potenciales deudores debido a una incorrecta evaluación de los riesgos, resulta la *antiselección* de los prestamistas por parte de los prestadores. El precio expresa la calidad media de una categoría de deudores, porque los prestadores no poseen toda la información que permitiría reflejar toda la estructura de los riesgos en los precios de los créditos. Esto desestimula a los buenos prestamistas, que pagan demasiado caro el crédito en relación con las condiciones que obtendrían si pudiesen comunicar la excelencia de su solvencia. Lo cual favorece, en cambio, a los malos prestamistas.

Tras la transacción, el *riesgo moral* se desprende de los márgenes de maniobra del prestatario en el uso de los fondos puestos a su disposición. El prestatario puede tener interés en comprometerse en operaciones beneficiosas para él, pero nefastas para el prestamista. Efectivamente, una vez que se concede el préstamo, las condiciones contractuales se fijan para determinar la remuneración del prestamista si el crédito es ejecutante. Cualquier uso de los fondos que reporte un rendimiento superior al servicio de la deuda beneficia enteramente al prestatario. Pero la búsqueda de altos rendimientos aumenta el riesgo del crédito; por tanto también la probabilidad de incumplimiento del prestatario que perjudica al prestamista. Existen, entonces, situaciones en las cuales la incapacidad de los prestamistas para ejercer una vigilancia eficaz de la utilización de los fondos incita a los prestatarios a tener comportamientos que aumentan la proporción de los préstamos no ejecutantes.

Las faltas de coordinación que llevan al riesgo de sistema son disfuncionamientos en los sistemas financieros que agravan las asimetrías de información y conllevan externalidades que suscitan la fragilidad financiera por antiselección (selección de los malos prestatarios) y riesgo moral (incitación a que los prestamistas tomen más riesgos). ¿Por qué aumenta la liberalización financiera un riesgo de sistema tal? Se puede responder a esta pregunta al recalcar que el endurecimiento de la competencia puede reducir la eficacia económica en lugar de aumentarla, al volver destructiva a la competencia.

En la esfera crediticia, los prestamistas deben mejorar su conocimiento de los prestatarios para reducir las faltas de coordinación. Hace falta, por tanto, que los prestamistas adquieran informaciones privadas sobre los prestatarios y ejerzan una vigilancia (*monitoring*) de la utilización de los fondos. Estas informaciones adicionales tienen costos elevados que la competencia no incita a asumir. Implican relaciones continuas (privilegiadas, si no exclusivas) entre prestatarios y prestamistas, que la competencia de estos últimos puede incitar a los primeros a denunciar. Por tanto, la competencia de los prestamistas puede conllevar la subevaluación de los riesgos al privilegiar el volumen de crédito sobre la calidad. Esta actitud por la cual los prestamistas renuncian a invertir recursos adecuados en el conocimiento privado de los riesgos, se conoce con el nombre de 'miopía intrínseca'. Dicho comportamiento suscita una vulnerabilidad de las instituciones financieras frente a la incertidumbre [Guttentag y Herring, 1986].

En una fase de expansión donde el clima de negocios es optimista, en cuanto que existe un alza del precio de los activos, la competencia provoca una expansión crediticia asociada a un deterioro de su calidad por la subevaluación colectiva de los riesgos. Los casos del endeudamiento del Tercer Mundo, a finales de los años '70, y del mercado inmobiliario a finales de los '80, ilustran espectacularmente la hipótesis de miopía intrínseca. Los bancos percibieron que esos mercados eran rentables al ver que

sus competidores se precipitaban sobre ellos para ganar cuotas de mercado. La competencia exacerbada debilitó la sensibilidad de todos los bancos, a riesgo de los prestatarios. El apareamiento de la asimetría informativa en los fundamentos microeconómicos del crédito y de la intensificación de la competencia bajo el efecto de la liberalización financiera conllevó el desarrollo endógeno de la fragilidad financiera.

Llegado este punto, se plantea la cuestión de las condiciones particulares y de los encadenamientos dinámicos que transforman la fragilidad financiera latente en crisis abiertas en los mercados de activos y en los sistemas bancarios. Estas crisis estallan de manera localizada, pero tienen una fuerza de propagación que debe neutralizarse mediante dispositivos prudenciales apropiados.

Las crisis en los mercados de acciones

Hay una auténtica crisis financiera cuando un caso fortuito localizado puede propagarse al conjunto del sistema financiero, debido a las externalidades inherentes a la presencia del riesgo de sistema. Se puede opinar, de acuerdo con los monetaristas, que el proceso de propagación por excelencia es la falta de liquidez. Pero se impone un categórico desacuerdo respecto a su afirmación de que la falta de liquidez sólo se puede generalizar mediante los pánicos bancarios. Hay crisis de liquidez de mercado cuyo poder devastador es igualmente grande. Por tanto, no es verosímil que una banca de mercado, que permite que los agentes económicos gestionen el conjunto de sus capitales líquidos en forma de bonos, sería más estable que un régimen bancario de finanzas que ofrece la liquidez en forma de depósitos a la vista.

El desastre financiero bursátil de octubre de 1987 es un ejemplo famoso de una crisis de mercado con un poder de repercusión global y que, por lo demás, debió ser puesto a raya por una masiva intervención de los bancos centrales. El mayor peligro de este episodio no fue el hundimiento de los precios del 19

de octubre, a pesar de las pérdidas de capital que hubo, sino la evaporación de la liquidez del 20 de octubre, que amenazó con paralizar la compensación y el reglamento en los mercados de acciones y en los mercados derivados asociados de Estados Unidos [Brimmer, 1989].

El anuncio de ese desastre fue una debilidad bursátil durante septiembre y las dos primeras semanas de octubre, debido a la inquietud que provocó el incremento de las tasas de interés obligatorias. El índice Dow Jones había perdido un 17,5% desde el pico alcanzado en el período del 25 de agosto al 16 de octubre de 1987. El lunes negro 19 de octubre, el mercado se hundió en 22,6% bajo una avalancha de órdenes de venta que alcanzaron un volumen de transacciones nunca antes visto, más de 600 millones de bonos. Para mantener el mercado bursátil y el mercado asociado de los bonos a plazo en índices bursátiles en estados de funcionamiento, las casas de valores o bonos, que operan en calidad de tenedoras de mercado, debían adelantar montos de crédito gigantescos para las apelaciones de margen (tiempo) de sus clientes (es decir, para que esos clientes pudieran volver a constituir los depósitos de garantía indispensables en el funcionamiento de los mercados a plazo). Sólo dos compañías, Kidder Peabody y Goldman Sachs, adelantaron 1.500 millones de dólares desde la hora de apertura, a mediodía del 20 de octubre. Esos tenedores de mercado eran los eslabones flojos, que tenían su propia necesidad inmediata de enormes montos de liquidez para financiar las contrapartes de las órdenes de venta, de suerte que se encontrase un precio de piso tope donde pudiera materializarse una corriente compradora. Pero la fragilidad financiera de esas compañías inquietaba a los bancos; esas empresas tenían poco interés en proporcionar a las casas de valores la indispensable liquidez para que los mercados siguieran existiendo. Era de temer que la quiebra de esas empresas destruyese la totalidad de los sistemas de reglamento de los bonos y paralizase el sistema de los pagos interbancarios, debido a las interconexiones de la red.

Gerald Corrigan, presidente de la Fed (la Reserva Federal de Estados Unidos) Federal Reserve Bank de Nueva York, en estrecha relación con Wall Street, alertó a Alan Greenspan, el presidente del sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, antes de la apertura de los mercados. Éste difundió un comunicado en el que se anunciaba que la Fed estaba dispuesta a ofrecer la liquidez necesaria para mantener el sistema financiero. Al mismo tiempo, la Fed, estimuló a los grandes bancos del lugar a prestar ilimitadamente a las casas de valores, y les garantizó que accederían a los descuentos. Esa intervención de último recurso evitó la parálisis de los mercados e inició la consiguiente recuperación de la Bolsa de Nueva York, con el índice Dow Jones al alza en 5% al cerrar la sesión del 20 de octubre. Esa intervención tranquilizó a los bancos, que prestaron en total 7.700 millones de dólares a los tenedores de mercado los días 20 y 21 de octubre de 1987.

Las crisis en los mercados de deudas

Las crisis de mercado no sólo afectan a la Bolsa. Los mercados de bonos representativos de créditos son así mismo vulnerables a ellas. Un mercado de liquidez muy importante en Estados Unidos es el mercado de documentos comerciales (billetes de tesorería), donde las grandes empresas con un nombre reconocido emiten deudas negociables a corto plazo. Los bancos respaldan esos documentos, en su papel de tenedores de mercado que conceden líneas de crédito, financiadas por certificados de depósito. En lugar del crédito bancario tradicional a corto plazo, un mercado al por mayor abastece a la liquidez, y se organiza en varios segmentos interconectados y arbitrados por los bancos comerciales. Debido a las restricciones reglamentarias, los bancos no podían emitir ellos mismos documentos comerciales. Crearon filiales (*holdings* bancarios) para tener acceso a ese mercado como prestatarios. Por tanto, se encuentran a ambos lados del mercado, lo que los vuelve directamente vulnerables a un deterioro general de la calidad de los bonos, consiguiente a la quie-

bra de un emisor importante, sobre todo en los períodos de tensión de la política monetaria.

Un período así llegó en el otoño de 1969. El alza brutal de las tasas de interés monetarias se reflejó en la tasa de los documentos comerciales. Los emisores debieron renovarlos a un costo sensiblemente más alto. Incapaz de soportar el crecimiento inducido de las cargas financieras, la compañía ferroviaria Penn Central quebró en junio de 1970, lo que conllevó su incumplimiento en una deuda de 200 millones de dólares de billetes de tesorería. La propagación de la crisis al conjunto del mercado fue instantánea. Los compradores habituales de esos bonos buscaron salirse de ellos, a causa de su incertidumbre sobre la estimación del riesgo de crédito. Las nuevas emisiones disminuyeron de forma drástica. Las empresas se volvieron incapaces de renovar sus méritos para acceder a los préstamos en ese mercado, y se volvieron hacia el crédito bancario. Entonces aumentó brutalmente el conjunto de las tasas en los mercados de liquidez. Las autoridades reaccionaron prontamente: suavizaron las condiciones en las que los bancos podían emitir certificados de depósito e hicieron saber que la puerta del descuento se abría a todos los bancos que tuvieran necesidad de reservas para prestar a las empresas.

Las crisis en los mercados de deudas no se limitan a Estados Unidos ni a episodios pasados. El hundimiento del mercado de las 'obligaciones de pacotilla' en 1989; la fulgurante crisis de los documentos comerciales en Suecia en 1990, tras el vuelco del mercado inmobiliario, y la sequía del mercado de obligaciones en Ecus, en 1992, son ejemplos de la forma en la cual riesgos de crédito o de volatilidad de los precios pueden transformarse en riesgo de liquidez. Este es, por excelencia, la externalidad que puede propagar un acontecimiento fortuito, localizado en una crisis financiera más o menos extendida.

Así, pues, las innovaciones financieras que crean continuamente nuevos mercados no necesariamente vuelven más robustos a los sistemas financieros. Permiten, ciertamente, que los

usuarios diversifiquen mejor sus riesgos. Pero no hay que olvidar nunca la contraparte de ese servicio: deben existir tenedores de mercado que puedan vincularse con las variaciones de flujo que resultan de las redistribuciones de cartera de los usuarios finales, al asegurar la liquidez en cualquier circunstancia. Pero la multiplicación de los instrumentos de gestión de los riesgos intensifica la interconexión de segmentos de mercados, algunos muy limitados, poco conocidos, provistos de una pequeñísima cantidad de tenedores de mercado. Al multiplicar los instrumentos de gestión de los riesgos, y el apogeo de los mercados de bonos también multiplica los eslabones flojos dentro del mercado al por mayor de la liquidez. La propagación proviene del comportamiento de los tenedores de mercado sobre los segmentos limitados en circunstancias en las que no pueden cubrir las posiciones que resultan de su función sobre esos mismos segmentos (por ejemplo, opciones de cambio o *swaps* de largo vencimiento en los mercados, por las buenas). Todos, en el mismo sentido, deben entonces referirse a otros segmentos (mercados organizados y mercados de bonos subyacentes a los productos derivados), al crear en ellos perturbaciones cuya intensidad depende del grado de liquidez en esos otros segmentos.

El aseguramiento de la liquidez que ofrecen los mercados de bonos no se presenta en la misma forma que la de los bancos, sino que resulta de la facultad de vender en cualquier momento bonos o contratos antes de su vencimiento, para diversificar mejor los riesgos. Un mercado líquido es un mercado donde los potenciales adquirentes de los instrumentos en venta consideran que los precios de los bonos son poco sensibles a las ventas marginales, que resultan de las demandas de conversión en fondos líquidos inmediatos. En esos mercados líquidos, los acreedores aceptan conservar en posesión los bonos porque piensan poder hacer anticipaciones de información sobre las futuras variaciones de los precios. A los deudores les atraen los costos más bajos que en los mercados menos líquidos para una duración dada de préstamo.

Está, entonces, muy claro que algunos mercados pueden ser deficientes en asegurar la liquidez. Si bien los tenedores de mercado temen pérdidas de capital elevadas e incumplimiento sobre sus propias deudas, se niegan a constituirse en contraparte de una corriente vendedora. Se comportan así en situaciones de incertidumbre macroeconómica, que alteran un mercado particular de la liquidez, porque el nuevo precio de equilibrio se desconoce. No se lo puede anticipar con suficiente confianza. La incertidumbre es tan densa que impide el cálculo cuando los tenedores de mercado ya no pueden hacer probables las futuras eventualidades de las evoluciones de precios; por tanto, ya no pueden adoptar racionalmente posiciones opuestas a las del conjunto de los otros operadores.

Las asimetrías informativas en el mercado son razones que se añaden a la incertidumbre global. En estos segmentos limitados, los precios pueden manipularse. Aunque los tenedores de mercado dudan en tratar con las contrapartes que poseen informaciones privadas, toman primas de riesgo elevadas para intentar compensar las pérdidas sobre transacciones que pueden manipularse. Esta ampliación de las primas pueden entonces desestimular a los que aportan liquidez para diversificar normalmente sus riesgos. Se produce una antiselección y el mercado puede paralizarse. En todo caso, el deterioro de la liquidez de los bonos en el mercado secundario aumenta fuertemente el costo del financiamiento en el mercado primario [Davis, 1992].

Las crisis bancarias y la economía en la Gran Depresión

Las quiebras bancarias en cadena son históricamente los episodios de crisis financieras que más conmueven la memoria. En la Gran Depresión de 1930-1933 en Estados Unidos, se pudo demostrar econométricamente que las olas de quiebras bancarias profundizaban la crisis financiera y la recesión económica por canales, que estaban lejos de limitarse a la destrucción de las reservas y de la cantidad global de moneda; precisamente es-

to es lo que los autores monetaristas únicamente consideran [Bernanke, 1983].

Hay una estrecha correlación entre las olas de quiebras bancarias y la deflación macroeconómica. La primera ola de quiebras (en noviembre y diciembre de 1930) aniquiló la estabilización iniciada en la primavera de 1930, que daba la esperanza de que la economía estaba recuperándose del desastre financiero de octubre de 1929. El segundo episodio de pánico, que comenzó en junio de 1931 y alcanzó su clímax de agosto a octubre, como rebote de las crisis bancarias de Europa Central a partir de mayo, cambió el carácter de la recesión al provocar un brutal hundimiento de la producción industrial de 15%. La tercera ola volvió a empezar desde octubre de 1932, tras la ilusión de una nueva estabilización, y se completó en marzo de 1933, al llegar al punto más bajo de la depresión, con el cierre total de todos los bancos (*Bank Holiday*). La producción industrial había bajado en un 50% desde su cima de septiembre de 1929.

El efecto principal de estas crisis bancarias recurrentes fue desorganizar la intermediación financiera. La función primordial de los bancos, que es buscar la información sobre los deudores, se hizo casi imposible. El costo real de la intermediación financiera aumentó desmesuradamente con la asimetría de información. El estrangulamiento del crédito resultante fue decisivo para convertir una severa recesión en una depresión catastrófica.

El papel crítico de los bancos en el riesgo de sistema

Los pánicos bancarios pueden provenir de tres fuentes: la demanda contagiosa de conversión de depósitos en especies, las fallas de reglamento en los pagos interbancarios y el deterioro de la calidad de los créditos bancarios por flaquezas de sus deudores. La incertidumbre macroeconómica juega un papel tan importante como en las crisis de liquidez de los mercados, cuando actúa sobre estructuras de balance ya frágiles. El valor neto de los bancos se vuelve entonces dependiente de variables que ellos no controlan (la tasa de interés del mercado monetario, el precio de

los activos), de suerte que los acreedores de los bancos se vuelven incapaces de distinguir a los bancos sanos de los bancos virtualmente insolventes.

En razón de la posición central del sistema bancario en una economía monetaria, los fenómenos de contagio son particularmente devastadores cuando sus víctimas son los bancos. Hay varios motivos para hacer de los bancos los vectores de transmisión de las externalidades que constituyen la dinámica del riesgo de sistema.

Primero, cuando un banco sufre un *shock*, lo contagia a otros, en lugar de implicar un ajuste reequilibrador, porque los bancos tienen un monto alto de deudas a la vista pagaderas a precio fijo. También pasa que estos contagios se producen más rápido que entre cualquier otro conjunto de agentes económicos. Y son más extensos, porque las asimetrías de información son particularmente importantes entre los acreedores bancarios. Un gran número de pequeños depositantes no tiene los medios ni el interés para evaluar a los bancos, dados los costos de la búsqueda de información. Como los bancos forman un sistema que ofrece colectivamente el servicio de la liquidez, los depositantes tienden a percibirlos como un conjunto homogéneo, tanto más que su salud financiera puede deteriorarse globalmente en función de las situaciones macroeconómicas. Esta percepción se refuerza legítimamente con la amplitud de los contratos interbancarios cruzados, a través de las relaciones de corresponsales y por la interconexión estructural de los bancos en los sistemas de pagos. El peligro máximo es, entonces, el de un contagio generalizado, en lugar de limitado a una parte del sistema bancario, un contagio que destruye el monto agregado de los depósitos más que distribuirlos.

Segundo, los bancos están mucho menos capitalizados que otras instituciones financieras. Cuando se producen *shocks* macroeconómicos, la mayor fragilidad de los bancos se traduce en una gran probabilidad de que los *shocks* recesivos entrañen valores netos negativos en el balance. Las pérdidas probables sobre-

pasan el capital movilizable, y son también los depositantes, no sólo los accionistas, los afectados. Por eso, los contagios bancarios conllevan repercusiones que van más allá de los bancos mismos y llegan a toda la economía.

Sin embargo, no es cierto que el sistema financiero se volvería más estable si los medios de pago, en lugar de provenir de los bancos, consistieran en instrumentos de mercado. Es errado pretender que la proliferación de los OPCVM (SICAV, fondos comunes de inversión de capital ...) a expensas de los depósitos bancarios no negociables, suprima el riesgo de contagio. Las participaciones de OPCVM no tienen ciertamente un valor nominal garantizado que defender cuando sus tenedores quieren liquidarlas. Se supone que siempre se puede encontrar un precio de liquidación que suscite una contraparte frente a las ofertas de venta. Pero como los compradores de esas participaciones monetarias las consideran como casi-medios de pago más que como inversiones financieras de capital, esperan una garantía implícita sobre su valor. Y dado que los compradores de dichas participaciones no tienen más capacidad para evaluar la situación financiera de esos fondos que la que tienen los depositantes para evaluar a los bancos, se pueden producir los mismos fenómenos de huida contagiosa. En efecto, está fuera de cuestión que los agentes económicos puedan tolerar una fuerte incertidumbre sobre el valor nominal de sus medios de pago. Por tanto, las crisis de liquidez de mercado antes analizadas son una amenaza para estos instrumentos. En tanto que la reglamentación o regulación para invertir el 100% de las participaciones de activos seguros de mercado (por ejemplo, bonos del Tesoro) no ponga restricciones sobre los gerentes de esos fondos, no habrá jamás la certeza de que su liquidación inmediata sea posible a un precio previsible bajo la presión de una corriente vendedora polarizada.

La fragilidad de los bancos en los años '80

La concentración de los préstamos sobre los mismos tipos de crédito, la subevaluación de los riesgos de esos créditos a causa de la ilusión de seguridad provocada por la apreciación de los precios de mercado de los activos reales financiados por esos créditos y la exposición de los bancos a las variaciones de las tasas de interés a corto plazo fueron las causas principales de los desastres bancarios de los años '80 [Barker y Holdsworth, 1993]. Además, algunos estudios de casos fundados en los informes de las agencias de supervisión bancaria demostraron que los fraudes y los errores de gestión, en el clima optimista de la apreciación de los precios de activos y de la liquidez abundante, a menudo eran las causas inmediatas de accidentes individuales a partir de los cuales las asimetrías informativas sembraban dudas sobre la calidad de los balances bancarios.

En Estados Unidos, los bancos experimentaron signos de dificultad desde 1987. El monto de los créditos dudosos se volvió inquietante debido a la subida de las tasas de interés a corto plazo en 1989. Los bancos reaccionaron y aumentaron sus provisiones y se volvieron más estrictos en la apertura de los créditos nuevos desde mediados de 1989, es decir, un año antes del pico del ciclo económico. La reestructuración de sus balances duró dos años y medio y tuvo una fuerte ayuda de las autoridades públicas.

En Japón, hubo un estrecho vínculo entre la fragilidad financiera de los bancos y las fluctuaciones de los precios de los activos. La caída del índice bursátil alcanzó el 60% entre el otoño de 1989 y agosto de 1992. Mientras subía la Bolsa, los bancos tenían fondos propios ocultos, que resultaban de las plusvalías no realizadas sobre sus inversiones de capital. Esos seudofondos propios se disolvieron con el vuelco bursátil, y revelaron así la fragilidad de sus balances. De su lado, la caída de los precios inmobiliarios deterioró los créditos bancarios, con lo cual la situación se agravó sensiblemente. Los bancos japoneses debieron comprometerse en una consolidación financiera difícil. Se bene-

ficiaron de un plan de salvataje del gobierno, dirigido hacia la recuperación de los valores bursátiles y el tratamiento de los créditos dudosos.

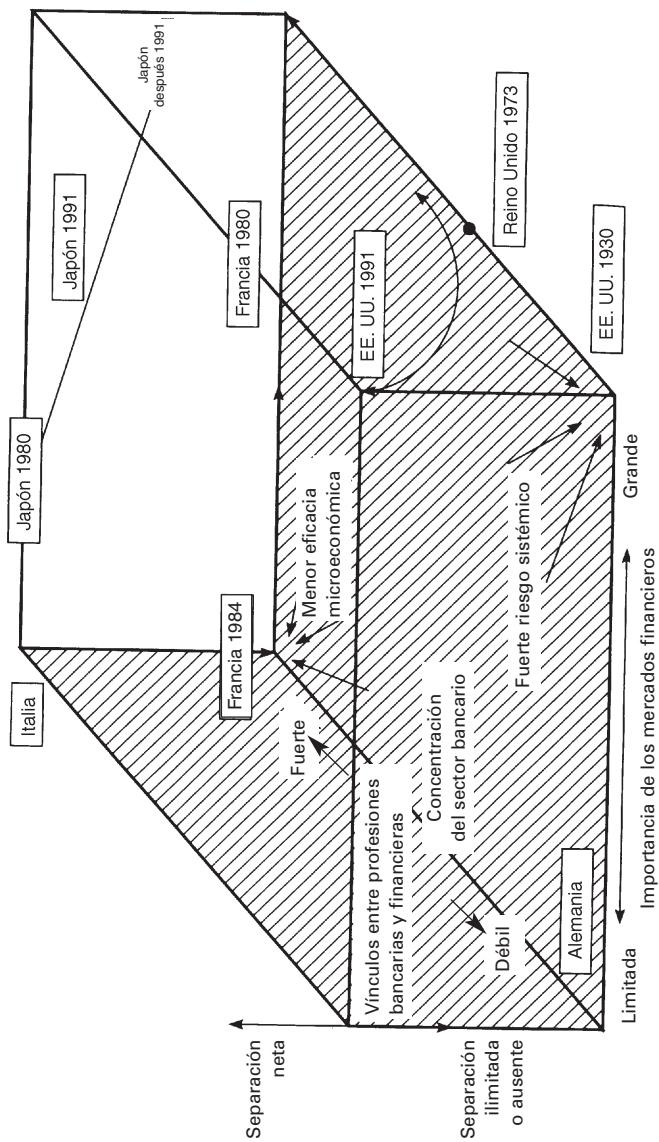
Los países escandinavos son un ejemplo de la explosiva mezcla de la brutal liberalización financiera y del ciclo de los precios de activos. Tras la desregulación, los bancos modificaron radicalmente la composición de sus balances en el sentido de una mayor fragilidad. En Suecia, por ejemplo, la participación de los bonos de Estado pasó, del 25% del total de los balances financieros en 1983, al 11% en 1992. Los créditos en el sector privado brincaron del 46 al 60%, con el incremento concentrado en el sector inmobiliario y financiado por préstamos en el mercado monetario. El destino de los bancos se volvió servil de la especulación inmobiliaria y del costo marginal de sus recursos. El endurecimiento de la política monetaria al unísono del vuelco de la especulación mundial de 1989 precipitó una crisis fulgurante. Y en ese marco, la intervención gubernamental a gran escala fue necesaria para evitar una desorganización financiera global.

Las dificultades de los bancos franceses fueron de la misma naturaleza, aunque la intensidad de los problemas generalmente fue menor. Sin embargo, la quiebra del *Crédit Lyonnais* hubiera sido inevitable sin la intervención estatal. Hubiera tenido indudablemente devastadoras repercusiones para el conjunto del sistema financiero. En Francia, como en muchos otros países, se puede diagnosticar una falta de control del riesgo de crédito descubierto por el vuelco del mercado inmobiliario. El peso de los créditos dudosos y la disminución del valor de las garantías inmobiliarias se conjugaron para asestar un grave golpe a la progresión de los créditos bancarios.

2. La prevención del riesgo de sistema

No todas las estructuras financieras son igualmente vulnerables al riesgo de sistema. Existe un dilema entre la eficiencia microeconómica y la estabilidad macroeconómica. Pues los cerramientos entre los mercados, la concentración de los estableci-

ESTRUCTURAS FINANCIERAS COMPARADAS SEGÚN SU EFICACIA Y SU ESTABILIDAD



Fuente: M. AGLIETTA y P. MOUTOT, *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41, 1993, p.63.

mientos y la regulación de las tasas de interés son medios de sofocar la propagación de los accidentes financieros locales. Pero también son obstáculos para la competencia, que favorecen la diseminación de las rentas de situación y que terminan por elevar indebidamente el costo del capital.

La diversidad de las estructuras financieras respecto al riesgo de sistema

Mantenemos tres criterios centrales para caracterizar a las estructuras financieras, lo que permite una representación gráfica. El primero de esos criterios es *la importancia que tienen los mercados financieros* para los agentes no financieros. Se ha demostrado efectivamente que el riesgo de liquidez de mercado podía ser un factor de propagación de las crisis. El segundo criterio es *el grado de separación entre la actividad de intermediario bancario y la banca de mercado*. Este criterio expresa la posición institucional de los bancos en el sistema financiero entre dos extremos: de un lado, la banca universal (a la alemana), que autoriza a los bancos comerciales a remitirse a todas las profesiones de la banca; del otro, la banca con competencia estrictamente limitada (a la americana, tras la *Ley Glass-Steagall*, de 1933), que prohíbe a los bancos cualquier actividad de mercado. El tercer criterio es *el grado de concentración del sistema bancario*, que introduce la consideración del tamaño de los bancos como un factor de confianza de los depositantes, porque cuentan con una intervención pública para evitar que la quiebra de un gran banco conlleve la desorganización completa del sistema financiero.

La figura anterior representa la disparidad de las estructuras de los principales países. La dispersión de los puntos representativos ilustra la diversidad de los esquemas de organización financiera. Por eso, el modelo alemán de la Hausbank, donde el lugar de los mercados en los financiamientos es reducido, no se aplica a las economías francesa y británica. Estas últimas están a

la vez más abiertas a los mercados financieros y provistas de sistemas bancarios más concentrados.

En la figura se puede ver dónde se encuentran las dos regiones extremas de la más fuerte probabilidad del riesgo sistémico y de la más débil eficacia microeconómica. La primera posición combina un gran lugar de los mercados financieros, una débil concentración de los bancos y una ausencia de separación entre los oficios de la banca y la banca de mercado. Era la posición que ocupaba el sistema financiero de Estados Unidos, que reunió a todos los factores de fragilidad en la crisis de 1930-1933.

Por el contrario, el reducido lugar de los mercados financieros, la neta separación de las profesiones bancarias y financieras y la elevada concentración de los bancos caracterizan a las estructuras fuertemente reglamentadas de Francia, Japón e Italia en los años '60 y '70. Las quiebras bancarias eran casi desconocidas en esos países. Pero si se recuerda la experiencia francesa, los costos de cerramiento de los circuitos financieros ya estaban en discusión allí desde 1967. Pero no se emprendió ninguna reforma significativa hasta los años '80. En éstos, se introdujo a la vez una ley bancaria, que instauraba el principio de la banca universal en 1984, y una promoción de los mercados, que hace evolucionar al sistema financiero francés hacia una región a la vez más eficaz y más arriesgada.

La originalidad de Alemania debe ser subrayada una vez más. La importancia de los mercados en el financiamiento de la economía privada es muy reducida. Pero la presencia de bancos universales muy competitivos permitió hacer coexistir una muy grande eficacia y una relativa escasez de los acontecimientos fortuitos financieros. Sin embargo, como lo demuestran las quiebras de los bancos alemanes de alguna importancia desde hace veinte años, este sistema es vulnerable a los *shocks* consecutivos de la apertura internacional.

En un sentido más general, se puede descubrir una cierta convergencia de las estructuras financieras bajo el efecto de la globalización en la manera de realizar los compromisos entre

eficacia microeconómica y estabilidad macroeconómica. En el mismo sentido van las evoluciones de Francia, el Reino Unido y Japón, con la reorganización siguiente a la crisis financiera de principios de los años '90. Son estructuras que combinan mercados financieros activos, una fuerte concentración que asocia los bancos y a los inversores institucionales y una desaparición de la separación entre actividades de banca y de mercado.

Para librarse del riesgo sistémico, es decir, de los términos del dilema eficacia-estabilidad, hay que intervenir sobre el proceso que lleva a las crisis financieras. Esta es la tarea de la política prudencial. Se presenta como una organización multidefensiva. Un conjunto de reglamentaciones y supervisiones forma el dispositivo prudencial propiamente dicho. Busca prevenir los comportamientos que generan riesgo, reducir las asimetrías informativas y evitar la propagación de los accidentes financieros locales. El prestamista en última instancia es el arma para refrenar el riesgo de sistema cuando el dispositivo prudencial no logra contenerlo. Pero si bien la legitimidad de este papel raramente se discute en su comienzo, las condiciones de su ejercicio son muy ambiguas. Al reactivar el riesgo de sistema, el trastorno de las estructuras financieras volvió a lanzar el debate sobre el prestamista en última instancia.

El dispositivo prudencial en depósito

Si hacemos el balance de los últimos veinte años, con la sola excepción de la quiebra del banco Herstatt, en 1974, vemos que el tratamiento de las crisis financieras en Europa fue más eficaz que en Estados Unidos. Pues, hasta aquí, la unidad de tutela y de reglamentación o regulación de los bancos en los países europeos, al contrario de la dispersión de las autoridades responsables en Estados Unidos, fue esencial en la diferencia de control de los riesgos que se pudo constatar. La crisis de los bancos secundarios ingleses en los años '70 y la de las cajas de ahorro estadounidenses en los años '80 se enconaron por esa falta de unidad. Por lo demás, tras la crisis bancaria inglesa, se emprendió una

tentativa de unificar las diversas tutelas financieras en la forma de una coordinación reforzada bajo la autoridad de un organismo director (*lead regulator*).

La implantación de dispositivos prudenciales eficaces evoluciona y procede de un aprendizaje. La experiencia de las crisis vividas conlleva cambios institucionales y reglamentarios que permiten limitar mejor las repercusiones de crisis del mismo tipo. Pero si la innovación financiera es intensa, provoca crisis que nacen en nuevos campos poco conocidos, donde la evaluación del riesgo es precario. El trabajo de reglamentación y de supervisión se debe renovar constantemente entonces, para adaptarse a las transformaciones de la banca.

Así, pues, en Europa aparecieron los sistemas de garantía de los depósitos, a menudo a favor de las crisis: por ejemplo, en 1982, en el Reino Unido (tras la crisis de los bancos secundarios) y en Italia, en 1987 (tras el asunto del Banco Ambrosiano). Además, en varios países se implantaron algunas modalidades particulares para tratar los siniestros importantes. Estos mecanismos buscan impedir el riesgo moral al sancionar a los dirigentes y gravar con impuestos a los accionistas de los establecimientos en dificultades que las autoridades prudenciales decidieron reorganizar sin declararlos en quiebra. Alemania creó así un organismo de garantía (llamado Banco Societal de Liquidez), del que el Bundesbank es accionista en un 30% y los bancos comerciales en el resto, para evitar que se desencadenen crisis de liquidez tras una debilidad bancaria. Por su parte, por el artículo 52 de la ley bancaria de 1984, Francia se dotó de un medio para poner en movimiento las solidaridades financieras en París. El gobernador del Banco de Francia tiene la autoridad para apelar a los accionistas de una institución de crédito a fin de que aporten su concurso en el establecimiento socorrido. En sentido más amplio, el Banco de Francia puede organizar bajo su autoridad la asistencia del conjunto de las instituciones crediticias residentes, para asegurar el buen funcionamiento del sistema bancario y salvaguardar la reputación de la sede de París.

Los principios del control prudencial

Se pueden distinguir dos principios estrechamente complementarios: algunas reglamentaciones o regulaciones buscan prevenir, con más o menos éxito, los comportamientos que generan riesgos; otras, que mantienen la supervisión, completan el funcionamiento de los mercados para hacerlos más capaces de evitar la propagación de los riesgos [Bisignano, 1993].

Los bancos deben funcionar bajo restricción de liquidez y de solvencia. Como un banco está poco capitalizado en relación a su pasivo, puede tener pérdidas superiores a su capital. En ese caso, la cobertura de las pérdidas supera muy ampliamente las responsabilidades de los accionistas. Como los depósitos asegurados están garantizados, para cubrir esas pérdidas, sólo están depositantes no asegurados o la sociedad en su conjunto, *vía* el presupuesto estatal. La reglamentación o regulación busca impedir esas transferencias de riqueza al obligar a los bancos a controlar mejor sus riesgos. Pero puede tener efectos perversos al incitar a los bancos a tomar más riesgo.

Respecto a la solvencia, en 1998 los bancos centrales del G10 lograron ponerse de acuerdo para imponer una relación matemática de capitalización única (la llamada relación Cooke) a los bancos comerciales de actividad internacional. Se trataba de evitar que las disparidades de las regulaciones nacionales contra el riesgo de crédito provocaran distorsiones de competencia, y de evitar, al mismo tiempo, las pujanzas de lo reglamentario, que habrían podido llevar a la desmantelación de todas las restricciones.

El acuerdo de Bâle de 1988 definió un procedimiento estándar para clasificar en categorías los riesgos de crédito y determinar su equivalencia. Todos los activos en el balance de los bancos y todos los contratos declarados fuera de balance se miden en equivalentes riesgo, que se ponderan y totalizan. Se llega así a un activo total ajustado del riesgo. El capital mismo se define a partir de sus elementos y se calcula con ayuda de una equivalencia entre ellos. Se puede calcular una relación matemática definida

como el capital añadido a la suma ponderada de los activos en riesgo. Se impone una norma mínima de 8% a esa relación matemática así calculada.

El acuerdo es una apertura en términos de reglamentación prudencial. Pero sus dificultades de aplicación informan sobre la amplitud de los obstáculos que se levantan ante la ambición de construir un archivo de seguridad financiera eficaz para la integración financiera internacional.

El método de la adición de los riesgos ponderados no da una medida fiel del riesgo global si la cartera de activos tiene componentes con riesgos correlacionados. Como se desconocen esos elementos estadísticos, se hace claramente necesario llegar a una medida objetiva. Pero no hay que pensar que el respeto de la norma mínima preserva *ipso facto* la solvencia de los bancos. Se podría encontrar una solución en la presión de las autoridades prudenciales sobre los bancos para que se doten ellos mismos de sistemas más sofisticados de control de los riesgos.

Si bien la medida de los activos es criticable, la del capital tampoco deja de ser problemática. En efecto, incorpora las provisiones para riesgo, que son las contrapartes de las pérdidas anticipadas y las plusvalías latentes sobre los activos de mercado que dependen de las fluctuaciones de sus precios. Las primeras no pueden cubrir los *shocks* no anticipados que crean el riesgo de sistema, puesto que no hay una base estadística para evaluar este tipo de *shock*, y la miopía es el probable comportamiento al respecto. Las segundas desaparecen en el momento en que hay necesidades de hacerlas reales, pues las bajas drásticas de los precios de los activos a menudo están en el origen del desencadenamiento de las crisis financieras.

Finalmente, los bancos pueden reaccionar a la limitación prudencial al tomar más riesgos. Supongamos que tienen un nivel de riesgo deseado. El incremento de la relación matemática de capital reduce la probabilidad de quiebra estructural de cartera sin cambios, pero disminuye la rentabilidad neta debido a la reducción del efecto de palanca sobre los fondos propios. Para

encontrar el nivel de riesgo deseado y luchar así contra la baja de su rentabilidad, los bancos pueden modificar la estructura de sus activos, al conceder una mayor proporción de préstamos más rentables pero de más riesgo. Los bancos distorsionan sus balances hasta el punto en que la ganancia marginal del crecimiento del riesgo es igual al costo marginal de la mayor probabilidad de quiebra debido a dicho crecimiento [Artus, 1990].

Debido a la ambigüedad de las incitaciones asociadas a la reglamentación, la supervisión es indispensable para tratar la insolvencia; su función es obtener informaciones sobre los bancos con problemas que no tiene el mercado (o que tiene demasiado tarde), para ejercer su disciplina de manera ordenada. La supervisión busca descubrir el caso de insolvencia antes de que sea negativo el valor neto de los establecimientos (en peligro de volverse insolventes). La autoridad de supervisión debe tener el poder de provocar reorganizaciones, de tomar temporalmente la dirección de los establecimientos, de obtener la participación de los accionistas y los socios financieros principales, para minimizar el costo social de las quiebras.

Respecto a la liquidez, el seguro de los depósitos suprime la incitación de los agentes a retirar sus depósitos, impide los pánicos bancarios y así pone obstáculos a una forma particularmente virulenta del riesgo sistémico. Este dispositivo se revela eficaz. Sin embargo, las crisis bancarias de los veinte últimos años demostraron que el costo para la colectividad podría ser elevado si la prima de seguro para los bancos fuera a destajo y si la cobertura de los depósitos fuera muy extendida. Y es que el seguro de los depósitos entraña un riesgo moral que está en función de la distancia entre el valor del fondo de garantía para los bancos y el costo del seguro. En Estados Unidos también se emprendió un debate para rediseñar el seguro de los depósitos, de manera que aumente el costo para los bancos y (o) disminuir el valor del fondo de garantía. Aumentar el costo consiste en modificar las primas de seguro sobre los riesgos que toman los bancos, y los riesgos se evalúan según un procedimiento análogo al de la relación

matemática Cooke. La redefinición de la cobertura podría tomar en cuenta la identidad de los depositantes. Parece oportuno cubrir sólo los riesgos de los agentes que no tienen los medios de evaluar a los bancos e imponer una remuneración superior de los depósitos para los riesgos asumidos. También habría que asegurar los depósitos, que son los soportes directos de los medios de pago, porque pueden causar los más serios desórdenes sistémicos. Pero este tipo de riesgo conduce directamente a la cuestión del prestamista en última instancia.

El oficio del prestamista en última instancia según el enfoque de Bahegot

La acción del prestamista en última instancia depende de la evolución de las estructuras financieras. Pues la robustez bancaria se vincula fuertemente a la estabilidad de los mercados, aunque su participación se limite al financiamiento de los tenedores de mercado.

El prestamista en última instancia es la esencia de la actividad del Banco Central, en cuanto éste tiene una posición singular para mantener la confianza en la moneda. Así mismo, para ser eficaz en su misión, un Banco Central debe tener una concepción de la estabilidad monetaria más amplia que la sola estabilidad de los precios de los bienes y servicios. El prestamista en última instancia es parte integrante del control de la moneda, porque busca obtener un seguro colectivo contra el riesgo sistémico, allí donde el seguro privado es impotente.

Prestar en última instancia es una operación exorbitante de las reglas de mercado, pero se cumple en pro de la economía de mercado. Hay violación de mercado por haber compromisos privados, no pagados ni referidos a contratos, con su sanción suspendida por un tiempo determinado. Hay perennización del mercado porque se preservan otros compromisos privados, sanos pero sin poder pagarse debido a las repercusiones externas de los compromisos que han quebrado. Al desplazar la restricción de pago a un futuro indeterminado, el préstamo en última

instancia sustituye una liquidez inmediata a créditos desvalorizados. Por eso la acción del prestamista en última instancia concentra la ambivalencia de la moneda. Por un lado, la posición del Banco Central le confiere un conocimiento de los procesos del riesgo sistémico, que ningún otro agente puede tener. Por otro lado, la sola probabilidad de esta intervención puede estimular la toma de riesgos excesivos, y destilar un riesgo (un factor aleatorio) moral en el sistema financiero.

Este irreductible dilema ha alimentado, desde hace ya dos siglos, un debate doctrinal sobre la oportunidad y los métodos de la acción del prestamista en última instancia [Humphrey, 1989]. La referencia principal en ese debate es la obra de Bahegot, un talentoso banquero y cronista, más que economista: en 1873 fue el primero en enunciar con precisión una línea de conducta para el prestamista en última instancia [Bahegot, reed. 1962].

Su enfoque tuvo éxito en el Reino Unido antes de la Primera Guerra Mundial, en una época en que los mercados financieros tenían preponderancia, en que las crisis financieras eran frecuentes y en que la supervisión bancaria no existía. El Banco de Inglaterra estaba en el corazón del mercado monetario, la contraparte directa de los bancos de descuento [Sayers, 1957]. Bahegot buscó resolver el dilema que justifica el misterio que rodea a los bancos centrales. Definió principios de acción del prestamista en última instancia, para que hiciera uso de su poder discrecional de una manera equitativa, con lo que a la vez se limita el riesgo moral. Esos principios tienen su base conceptual en la distinción entre *iliquidez e insolvencia*.

Como el prestamista en última instancia se ocupa de la estabilidad global del sistema financiero y no del destino particular de las instituciones financieras, hay que prestar sin límites a los prestatarios sanos (seguros) que no encuentren liquidez debido a la desconfianza general de los prestamistas en un clima de pánico. Por el contrario, las instituciones insolventes deben venderse a nuevos propietarios y recapitalizarse.

¿Cómo distinguir la insolvencia verdadera y la amenaza de quiebra que resulta de la falta de liquidez consiguiente a la crisis financiera? Bahegot propone distinguir las por la cualidad de las garantías que un prestatario sano puede presentar. Dichas garantías son bonos financieros que no pueden venderse directamente en el mercado, en razón del hundimiento general que en la crisis sufren los precios de activos. Pero el Banco Central puede aceptarlas en su valor anterior a la crisis, a condición de que una evaluación de los balances sobre esos valores anteriores verifique que los prestatarios son solventes y, por tanto, elegibles. Para defenderse aún más del riesgo moral, Bahegot proponía que el Banco Central conforme sus préstamos en tasas *penalizadoras* contra bonos que los prestatarios ponen en depósito. Esto es a la vez una prima de riesgo para el Banco Central y una disuasión para los prestatarios. Finalmente, la imprevisibilidad de las intervenciones también es un elemento de lucha contra el riesgo moral. Pues en esta época, se despertaba el pánico con frecuencia y, al no haber reglas prudenciales, no existían los medios disuasorios sobre los riesgos que tomaban los banqueros.

Esa preocupación por limitar la asistencia del prestamista en última instancia llevó posteriormente a la constitución de *pools* (consorcios o asociaciones) de compradores de los activos financieros que los bancos venden simultáneamente en las situaciones de crisis. Estas instituciones financieras, provistas de gran cantidad de ahorro, actúan concertadamente con el Banco Central para mantener los precios de los activos y facilitar así la adquisición de la liquidez por parte de los bancos que deben hacer frente a las fugas de depósitos. Esa manera de formar líneas de defensa expresa la solidaridad de los participantes en una misma plaza financiera. El *pool* financiero no sustituye al prestamista en última instancia, porque no puede constituirse en el seguro de la última fuente de liquidez. Pero preserva el poder de decisión absoluto del Banco Central, al evitar que sea un rehén de los beneficiarios de su asistencia.

La renovación del debate sobre el prestamista en última instancia

Pero la experiencia de la gran crisis demostró que este enfoque clásico se había paralizado por la falta de medios de supervisión que permiten hacer la distinción funcional entre iliquidez e insolvencia [Bordo, 1990]. Además, la gran crisis conllevó reestructuraciones en los sistemas financieros, que pusieron una gran distancia entre los enfoques del prestamista en última instancia y la doctrina de Bahegot. Las estructuras financieras tras la gran crisis protegieron a los bancos: concentración aquí, separación de los oficios bancarios allá, poca importancia de los mercados acullá. Esas estructuras se administraban con una densa reglamentación. La supervisión de los bancos se desarrolló y a menudo se implantó en otros organismos distintos a los bancos centrales. Finalmente, el seguro de los depósitos fue un arma eficaz contra el pánico bancario. En el marco de economías nacionales protegidas del exterior, fue suficiente contar con políticas monetarias para alejar las perturbaciones globales. En este marco económico renovado, la intervención directa del prestamista en última instancia se hace más escasa, y hasta se vuelve residual y cambia su racionalidad. Cuando se manifiesta, protege de la quiebra a los bancos de gran tamaño (el principio de *too big to fail*).

La globalización financiera y los *shocks* macroeconómicos sufridos desde comienzos de los años '70 pusieron en duda el enfoque minimalista del prestamista en última instancia. Pero los conocimientos del período precedente se preservaron en una idea central. *La política prudencial es un dispositivo de líneas de defensa articuladas, donde la reglamentación, la supervisión y el prestamista en última instancia son complementarios* [García y Plantz, 1988]. Sin embargo, el funcionamiento de ese dispositivo demostró ser poco satisfactorio. La rapidez de la propagación de las crisis y la amplitud de los desplazamientos de fondos líquidos exigieron intervenciones en última instancia muy rápidas y a muy grande escala. La enmarañada interconexión de los contratos financieros obligó a los bancos centrales a extender el pe-

rímetro de acción del prestatario en última instancia mucho más allá de los bancos comerciales. La imprevisibilidad de su acción se debilitó mucho. Se manifestaron temores sobre los nocivos efectos de los seguros de los depósitos y las consecuencias para la política monetaria de extender el papel del prestamista en última instancia. Esos temores guían el debate sobre las relaciones del prestamista en última instancia con la supervisión y con la política monetaria.

La cualidad de la supervisión de los tenedores de mercado y el cuidado de los riesgos globales condicionan la eficacia del prestamista en última instancia. Hay que establecer, entonces, esquemas de repartición de las responsabilidades y de coordinación entre las diferentes partes que entran en el control prudencial. En efecto, hay que combinar medios de incitar a los operadores a controlar sus riesgos (apelaciones de margen o tiempo, garantías, límites de los préstamos a corto plazo para los cuenta-horristas...), la vigilancia comparada en el contacto de los mercados, la subida y centralización de las informaciones (la armonización de los métodos de supervisión según las categorías de establecimientos en cuestión, coordinación escudada en un *lead regulator*).

Para realizar esa combinación no es conveniente la subordinación directa de los organismos supervisores del Banco Central. Pero su asociación dentro de comités de relación y de células de crisis es indispensable para establecer un diagnóstico global en una situación financiera crítica. El prestamista en última instancia debe tener, efectivamente, un acceso directo a la información reunida por los supervisores múltiples sobre los conglomerados financieros y los grupos financieros plurifuncionales. También debe informarse sobre un seguimiento continuo de los tenedores de los segmentos principales de los mercados de la liquidez al por mayor. Finalmente, el prestamista en última instancia se ocupa directamente de la concepción de los métodos de supervisión y la formalización de las reglas prudenciales, de manera que se minimice el riesgo sistémico.

En cuanto al temor de que las intervenciones en última instancia perturben la ejecución de la política monetaria, la distinción de dos campos puede enunciarse con claridad en cuanto a las incidencias sobre la cantidad de moneda central. Una intervención del Banco Central a nombre de la política monetaria influye siempre sobre la base monetaria, en contraparte con una variación del activo total del Banco Central. Por el contrario, una intervención en última instancia modifica la estructura del activo del Banco Central, y permanece sin cambios el monto total de sus haberes [Goodfriend y King, 1988]. Lo cual significa que, en principio, el Banco Central puede hacer estéril la incidencia monetaria de su intervención. Se trata de saber si es oportuno que se esterilice la inyección de liquidez en última instancia. Lo cual depende del tipo de propagación del riesgo de sistema.

Si la creación de moneda por parte del prestamista en última instancia compensa una destrucción anormal de liquidez, debido a un pánico bancario o un acontecimiento fortuito en el sistema de los pagos interbancarios crea una falta temporal de liquidez, el Banco Central evita una contracción intempestiva de la liquidez. No hay ninguna necesidad de esterilizar. Pero si la operación proviene del apoyo de un banco insolvente previa a su reorganización, los depósitos pueden desplazarse en los otros bancos, más que ser convertidos en especies. El Banco Central puede contentarse así con organizar el reciclaje de los depósitos sin aportar por su parte ninguna liquidez adicional. En todo caso, el Banco Central debe estar atento al riesgo moral que resulta de su apoyo a los bancos. Y debe informarles que ellos son los que sostienen firmemente el control de la moneda para incitarlos a la prudencia.

Si el riesgo se propaga a través de la caída brutal de los precios en los mercados de activos financieros, los problemas de liquidez conciernen a los intermediarios de mercado que reciben los créditos de los bancos. El Banco Central puede declarar solemnemente, entonces (como lo hizo en octubre de 1987), que está dispuesto a ser la fuente de liquidez última para la estabili-

dad del sistema financiero. Y puede abrir a la vez, líneas de crédito especiales en los bancos, mediante el recurso del descuento; siempre con los bancos responsables de sus créditos en las instituciones de mercado, lo que les incita a seleccionar sus préstamos para intermediarios solventes. El Banco Central conserva así una posición alejada de las presiones directas de las empresas en dificultades, y minimiza al mismo tiempo su aporte de liquidez.

BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA M.,
1991 «Épargne, innovations financières et croissance», *Revue d'économie financière*, n° 17, été.
- AGLIETTA M.,
1992 «Les dérapages de la finance japonaise», *Économie prospective internationale*, n° 51, 3^e trimestre.
- AGLIETTA M.,
1993 «Crises et cycles financiers: une approche comparative», *Revue d'économie financière*, n° 26, automne.
- AGLIETTA M., BRENDER A. et COUDERT V.
1990 *La Globalisation financière: une aventure obligée*, Économica, Paris.
- AGLIETTA M. et MOUTOT P.,
1993 «Le risque de système et sa prévention», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41.
- AGLIETTA M., COUDERT V. et MOJON B.,
1995 «Actifs patrimoniaux, crédit et économie réelle», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 44.
- AKHTAR M. A.,
1983 «Financial innovations and their implications for monetary policy», *BIS Economic Papers*, n° 9.
- AOKI M. et DOSI G.,
1992 «Corporate organization, finance and innovation», in V. ZAMAGNI (éd.), *Finance and the enterprise*, Academic Press.
- ARTUS P.,
1990 «Le ratio Cooke et le comportement des banques», *Revue française d'économie*, vol. V, 1.
- ARTUS P.,
1993 «Croissance endogène, intermédiaires financiers et marchés», chap. 6, in *Théorie de la croissance et des fluctuations*, PUF, Paris.
- ARTUS P.,
1994 «Amplification de la récession par les comportements des entreprises et les taux d'intérêt réels: le cas de la France 1990-1993», *Document de travail n° O8/E, CDC*, juillet.
- ARTUS P., BISMUT C., PLIHON D.,
1993 *L'Épargne*, PUF, «Économie», Paris.
- BAGEHOT W.,
1962 *Lombard Street*, R. D. Irving, rééd.

- BARNETT W., GEWEKE J. et SCHELLK (eds),
1989 *Economic complexity, chaos, sunspots, bubbles and nonlinearity*, Cambridge University Press.
- BARKER D. et HOLDSWORTH D.,
1993 «The causes of bank failures in the 1980s», *Federal Reserve Bank of New York Research Papers*, n° 9325, août.
- BARRAN F., COUDERT V. et MOJON B.,
1995 «Transmission de la politique monétaire et crédit bancaire, une application à trois pays de l'OCDE», *Revue économique*, mars.
- BARRAN F., COUDERT V. et MOJON B.,
1997 «La transmission des politiques monétaires dans les pays européens», *Revue française d'économie*, vol. XII, 2, printemps.
- BARRO R. J.,
1989 «Interest rate targeting», *Journal of Monetary Economics*, n° 23.
- BERNANKE B.,
1898 «Bankruptcy, liquidity and recession», *American Economic Review*, mai.
- BERNANKE B.,
1983 «Non monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression», *American Economic Review*, juin.
- BERNANKE B.,
1993 «Credit in the macroeconomy», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol 18, n° 1, printemps.
- BERNANKE B. et BLINDER A.,
1988 «Credit, money and aggregate demand», *American Economic Review Papers and Proceedings*, mai.
- BERNANKE B. et LOWN C.,
1991 «The credit crunch», *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.
- BERNANKE B. et GERTLER M.,
1994 «The financial accelerator and the flight to quality», *NBER Working Papers*, n° 4789, juillet.
- BISIGNANO J.,
1993 «La réglementation prudentielle», *Revue d'économie financière*, n° 27, hiver.
- BLANCHARD O. et WATSON M.,
1984 «Bulles, anticipation rationnelles et marchés financiers», *Annales de l'INSEE*, n° 54.
- BLANCHARD O., RHEE C. et SUMMERS L.,
1990 «The Stock Market, profit and investment», *NBER Working Papers*, n° 3370, mai.

- BLINDER A. et STIGLITZ J.,
1983 «Money, credit constraints and economic activity», *American Economic Review Papers and Proceedings*, mai.
- BLINDER A.,
1987 «Credit rationing and effective supply failures», *Economic Journal*, n° 97, juin.
- BOISSIEU C. DE,
1987 «Mutations et fragilité des systèmes financiers», *Revue française d'économie*, vol II, n° 1, hiver.
- BORDO M.,
1990 «The lender of last resort: alternative views and historical experience», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, janvier-février.
- BORIO C., KENNEDY N. et PROWSE S.,
1994 «Exploring aggregate asset price fluctuation across countries», *BIS Economic Papers*, n°4, avril.
- BOURGUINAT H. et ARTUS P. (eds),
1989 *Théorie économique et crise des marchés*, Économica, Paris.
- BRI,
1993 «Prix des actifs et gestion des difficultés financières», *Rapport annuel*, chap. 7, juillet.
- BRIMMER A.,
1989 «Central banking and systemic risks in capital markets», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n° 2.
- BRYAN L.,
1989 *La Banque éclatée*, Interéditions, Paris.
- CANTOR R. et WENNINGER J.,
1993 «Perspective on the credit slowdown», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 18, n° 1, printemps.
- CASE K.,
1991 «The real estate cycle and the economy», *New England Economic Review*, septembre-octobre.
- COHEN D.,
1994 *Les Infortunes de la prospérité*, Julliard, Paris.
- COUDERT V.,
1990 «Les disparités internationales des comportements d'épargne», *Économie et Statistique*, n° 232, mai.
- CROCKETT A.,
1997 «The theory and practice of financial stability», *Essays in International Finance*, n°203, avril.

- DAVIS E. P.,
1992 *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Clarendon Press, Oxford.
- DAVIS P.,
1995 «Financial fragility in the early 1990's. What can be learnt from international experience?», *LSA Financial Market Group Special Series*, n° 76, novembre.
- DIAMOND D. et DYBVIK B.,
1983 «Bank runs, deposit insurance and liquidity», *Journal of Political Economy*, vol. 92, n° 3.
- DIAMOND D.,
1984 «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, n° 51.
- DOW J. C. et SAVILLE I. D.,
1988 *A Critique of Monetary Policy: Theory and British Experience*, Oxford University Press.
- EICHENGREEN B. et PORTES R.,
1989 «The anatomy of financial crises», in PORTES et SWOBODA (eds), *Threats to International Financial Stability*, CEPR, Cambridge University Press.
- FAMA E.,
1985 «What's different about banks?», *Journal of Monetary Economics*, n° 15, janvier.
- FAMA E. et FRENCH K.,
1988 «Permanent and temporary components of stock prices», *Journal of Political Economy*, n° 96, avril.
- FAZZARI R., HUBBARD R. et PETERSEN B.,
1988 «Financing constraint and corporate investment», *Brooking Papers on Economy Activity*, n° 1.
- FRIEDMAN M.,
1968 «The role of monetary policy», *American Economic Review Papers and Proceedings*, mai.
- FRIEDMAN B.,
1986 «Money, credit and interest rates in the business cycle», in GORDON (éd), *The American Business Cycle: Continuity and Change*, University of Chicago Press.
- FRIEDMAN B.,
1988 «Lessons on monetary policy from the 1980's», *Journal of Economic Perspectives*, vol. II, n° 3, été.
- FRIEDMAN B. et KUTTNER K.,
1992 «Money, income, prices and interest rates», *American Economic Review*, juin.

- GARBER P. et WEISBROD S.,
1990 «Banks in the market for liquidity», *NBER Working Papers*, n° 3381, juin.
- GARCIA G. et PLANTZ E.,
1988 *The Federal Reserve: Lender of Last Resort*, Ballinger Press, Cambridge, MA.
- GENOTTE G. et LELAND H.,
1990 «Market liquidity, hedging and crashes», *American Economic Review*, décembre.
- GERSCHENKRON A.,
1962 *Economic Backwardness In Historical Perspective*, Harvard University Press, Cambridge.
- GUELLEC D. et RALLE P.,
1995 *Les Nouvelles Théories de la croissance*, La Découverte «Repères», Paris.
- GÖNENÇ R.,
1993 «De la finance pour l'industrie à l'industrie pour la finance», *Revue d'économie financière*, n° 27, hiver.
- GOODFRIEND M. et KING R.C.,
1988 «Financial deregulation, monetary policy and central banking», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, mai-juin.
- GOODHART C.,
1988 *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- GOODHART C.,
1993 «La politique monétaire dans les années quatre-vingt-dix, objectifs et moyens d'action», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41.
- GREENWALD B. et STIGLITZ J.,
1988 «Money imperfect information and economic fluctuations», in KOHN M. et TSIANG S. (eds) *Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*, Oxford University Press.
- Groupe Allocation internationale de l'épargne,
1991 *Épargner, investir, croître*, CGP, juin.
- GUTTENTAG J. et HERRING R.,
1986 «Disaster myopia in international banking», *Essays in International Finance*, Princeton, n° 164, septembre.
- HELLWIG M.,
1991 «Banking, financial intermediation and corporate finance», in A. GIOVANNINI et C. MAYER (eds), *European Financial Integration*, CEPR, Cambridge University Press.

- HOLSTROM B. et TIROLE J.,
 1997 «Financial intermediation, loanable funds and the real sector»,
Quarterly Journal of Economics. vol. 62, n°3, août.
- HUMPHREY D.,
 1989 «Lender of last resort: the concept in History», *Federal Reserve
 Bank of Richmond Economic Review* mars-avril.
- ISSING O.,
 1992 «Theoretical and empirical foundations of the Deutsche
 Bundesbank's monetary targeting», *Intereconomics*, novembre-
 décembre.
- ISSING O.,
 1993 «Central Bank Independence and Monetary stability», *Institute of
 Economic Affairs*, n° 89.
- JOHNSON R. A.,
 1986 «Incomplete insurance, irreversible investment and the
 microfoundations of financial intermediation», *Federal Reserve
 Board International Finance Discussion Papers*, n° 289, juillet.
- KALDOR N.,
 s/f «Spéculation et stabilité économique», *Revue française d'économie*,
 vol. II, n° 3, été 1987, rééd.
- KAUFMAN G. (éd.),
 1992 *Banking Structures in Major Countries*, Kluwer Academic
 Publishers.
- KINDLEBERGER C. P.,
 1978 *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books.
- LAMFALUSSY A.,
 1985 «Innovations financières, politique monétaire et stabilité des
 marchés», *Institut d'études bancaires et financières*, Paris, novembre.
- LEROY S.,
 1989 «Efficient capital markets and martingales», *Journal of Economic
 Literature*, vol. XXVII, n° 4, décembre.
- MAAREK G.,
 1997 *L'Économie de l'enlisement*, Économica.
- MANKIW N. G.,
 1986 «The allocation of credit and financial collapse», *Quarterly Journal
 of Economics*, vol. 101, n° 3.
- MAYER T.,
 1982 «Financial innovation: conflict between micro and macro
 optimality», *American Economic Review*, vol. 72, n° 2.

- MAYER C.,
1988 «New issues in corporate finance», *European Economic Review*, n° 32.
- MINSKY H.,
1982 «The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behaviour of the economy», in KINDLEBERGER et LAFFARGUE (eds), *Financial Crises, Theory and Policy*, Cambridge University Press.
- MISHKIN F.,
1991 «Asymmetric information and financial crises: a historical perspective», in R. HUBBARD (éd.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago University Press.
- MISHKIN F.,
1994 «Preventing financial crises: an international perspective», *The Manchester School Supplement*, Blackwell Publishers.
- MULDUR U.,
1991 «Le financement de la R-D au croisement des logiques industrielles, financières et politiques», *Commission de la CE, Fast/Monitor, dossier prospectif*, n° 2, novembre.
- OGAWA K.,
1993 «Asset markets and business fluctuations in Japan», *Economic Planning Agency*, miméo, mars.
- ORLEAN A.,
1991 «Les désordres boursiers», *La Recherche*, n° 232, mai.
- ORLEAN A.,
1992 «Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers», *Revue économique*, n° 43, juillet.
- PAGANO M.,
1993 «Financial markets and growth», *European Economic Review*, n° 37.
- PASTRÉ O.,
1992 *Les Nouveaux Piliers de la finance*, La Découverte, Paris.
- PATAT J.-P.,
1988 «Les autorités monétaires face à l'instabilité et aux nouveaux risques du système financier», *Revue d'économie politique*, 98, n° 5, septembre-octobre.
- PATAT J.-P. et BOZZI J.,
1993 «Les politiques monétaires au cours du cycle économique», *Revue d'économie financière*, n° 26, automne.
- PINDYCK R. S.,
1990 «Irreversibility, uncertainty and investment», *NBER Working Paper*, n° 3307.

- POLLIN R.,
1992 «Destabilizing finance worsened the recession», *Challenge*.
- RACHLINE F.,
1993 *Que l'argent soit*, Calmann-Lévy, Paris.
- RADCLIFFE REPORT,
1959 *Committee on the Working of the Monetary System*.
- ROMER P.,
1986 «Increasing returns and long run growth», *Journal of Political Economy*, octobre .
- ROMER P.,
1990 «Endogeneous technical change», *Journal of Political Economy*, octobre.
- SAYERS R.,
1957 *Central Banking after Bagehot*, Oxford University Press.
- SCHWARTZ A. J.,
1992 «Real and pseudo financial crises», in M. BORDO (éd.), *Financial Crises*, vol. I, chap. 1, rééd., Cambridge University Press.
- SCHLEIFER A. et SUMMERS L.,
1990 «The noise trader approach to finance», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, n° 2, printemps.
- SCHILLER R. J.,
1981 «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends ?», *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, juin.
- SCHILLER R. J.,
1987 «Investor behaviour in the october 1987 stock market crash: survey evidence», *NBER Working Paper*, n° 2446.
- STIGLITZ J. et WEISS A.,
1981 «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, juin.
- SUMMERS H.,
1986 «Does the market rationally reflect fundamental values?», *Journal of Finance*, 41(3), juillet.
- THOMAS J.-G.,
1981 *Politique monétaire et autodestruction du capital*, Économica, Paris.
- TIROLE J.,
1985 «Assets bubbles and overlapping generations: a synthesis», *Économetrica*, 53(5), septembre.
- TOBIN J.,
1983 «Monetary policy: rules, targets and shocks», *Journal of Money, Credit and Banking*.

- TOBIN J.,
1984 «On the efficiency of the financial system», *Lloyds Bank Review*, juillet.
- VINALS J.,
1991 «Innovations financières, réglementation et investissement», *Revue d'économie financière*, n° 17, été.
- VON THADDEN E.,
1990 *Bank Finance and Long Term Investment*, University of Basel, miméo.
- WEISBROD S., LEE H. et ROJAS-SUAREZ L.,
1992 «Bank risk and the declining value of the banking system in the US and in Japan», *IMF Working Paper*, n° 45, juin.
- WICKSELL K.,
1935 *Lectures on Political Economy*, vol. II, Routledge et Kejan.
- WOJNILOWER A.,
1980 «The central role of credit crunches in recent financial history», *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.
- WOODFORD M.,
1987 «Expectations, finance and aggregate instability», in KOHN M. et TSIANG S. (eds), *Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*, Oxford University Press.