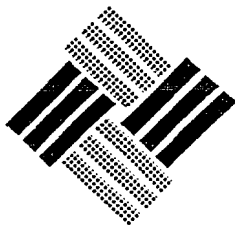


88(211)
20
24

UNIVERSIDAD ANAHUAC

ESCUELA DE ECONOMIA
CON ESTUDIOS INCORPORADOS A LA
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO



VINCE IN BONO MALUM

**LAS CRISIS FINANCIERAS Y EL PRESTAMISTA
DE ULTIMA INSTANCIA**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE :
LICENCIADO EN ECONOMIA

PRESENTA:

MARIA DE LOURDES MENDOZA ESTRADA

ASESOR DE TESIS: LIC. LAURA ITURBIDE GALINDO

MEXICO, D.F.
**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

1994



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

A J. L. Tolkien

Este trabajo iniciado hace varios años, representa la conclusión de un esfuerzo -más necesario que voluntario-, que lejos de ser individual es resultado de la contribución directa e indirecta de muchas personas.

En principio, su realización fue motivada por mis padres, quienes han sido un ejemplo continuo de superación, a quienes no puedo responsabilizar de lo que soy, pero a quienes agradezco el cariño y la libertad con que me educaron.

Asimismo, el apoyo, la comprensión, la amistad y el amor incondicional de Enrique han sido elementos determinantes en la conclusión de esta y todas mis metas.

La terminación de este trabajo tampoco hubiera sido posible sin la asesoría y la ayuda constante del Dr. León Bendesky, a quien además debo agradecer me haya iniciado en la "Teoría de la Sospecha", filosofía de gran valor para profundizar en el conocimiento de lo que nos rodea.

También quiero agradecer la ayuda de todos mis amigos, especialmente Enrique S., Yolis, León, Laura y Elizabeth que en los momentos más difíciles me impulsaron a seguir adelante con éste y muchos otros proyectos; a Laura Iturbide, Antonio González-Karg, Enrique M., Andrés Albo y los compañeros de Estudios Sociales, que aunque tal vez no lo sepan fueron un valioso apoyo para concluir esta tesis; a Ernesto Meneses S. J., Teresa de Castillo y a Jacksy por todo su cariño.

De igual forma, agradezco por su tiempo y sus comentarios en la revisión y el formato a la Dra. Alicia Girón, Dr. Ramón Lecuona y Sergio Joo.

Asimismo, le doy las gracias a todas aquellas personas que siempre me han brindado su apoyo.

INDICE

| | |
|---|-----------|
| INTRODUCCIÓN..... | i |
| CAPÍTULO PRIMERO: HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA.... | 1 |
| 1.1 Antecedentes..... | 2 |
| 1.2 Hipótesis de la Inestabilidad Financiera..... | 7 |
| 1.2.1 Supuestos básicos..... | 7 |
| 1.2.2 Flujo de efectivo..... | 11 |
| 1.2.3 Estructura de pasivos..... | 13 |
| 1.2.3.1 Posición financiera equilibrada..... | 14 |
| 1.2.3.2 Posición financiera especulativa..... | 15 |
| 1.2.3.2 Posición financiera Ponzi..... | 16 |
| 1.2.4 Demanda de financiamiento..... | 18 |
| 1.2.4.1 Proyectos de inversión empezados..... | 19 |
| 1.2.4.2 Poca flexibilidad en costos..... | 20 |
| 1.2.4.3 Estructura de Pasivos..... | 21 |
| 1.2.5 Fragilidad financiera..... | 22 |
| 1.3 Conclusiones..... | 27 |
| | |
| CAPÍTULO SEGUNDO: TEORÍA DEL CICLO DEL CRÉDITO..... | 30 |
| 2.1 Desplazamientos..... | 33 |
| 2.2 Manías especulativas..... | 35 |
| 2.3 Endeudamiento..... | 40 |
| 2.4 Tensión..... | 42 |
| 2.5 Crisis..... | 43 |
| 2.6 Conclusiones..... | 48 |

| | |
|--|------------|
| CAPÍTULO TERCERO: EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA Y LA INESTABILIDAD FINANCIERA..... | 50 |
| 3.1 Solución de mercado..... | 50 |
| 3.2 Intervención: Prestamista de Última Instancia..... | 52 |
| 3.2.1. Quien tiene la responsabilidad..... | 55 |
| 3.2.2 A quien ayudar..... | 59 |
| 3.2.3 Cuando ayudar y en que medida..... | 61 |
| 3.3 La estabilidad como bien público y el riesgo moral..... | 63 |
| 3.3.1 El riesgo moral de la intervención..... | 63 |
| 3.3.2 B) La estabilidad como bien público..... | 64 |
| 3.4 Función de previsión..... | 66 |
| 3.5 Prestamista y sector real..... | 68 |
| 3.6 Conclusiones..... | 70 |
| | |
| CAPÍTULO CUARTO: MERCADO BANCARIO Y PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA..... | 72 |
| 4.1 Desintermediación bancaria..... | 76 |
| 4.2 Previsión de pánicos financieros..... | 82 |
| 4.2.1 Seguro de depósito..... | 82 |
| 4.2.2 Regulación..... | 85 |
| 4.2.3 Supervisión bancaria..... | 88 |
| 4.2.4 Adecuada administración..... | 89 |
| 4.3 Autonomía del banco central y prestamista de última instancia..... | 90 |
| 4.5 Conclusiones..... | 92 |
| | |
| CAPÍTULO QUINTO: CONCLUSIONES..... | 95 |
| | |
| BIBLIOGRAFÍA..... | 110 |

INTRODUCCIÓN

La experiencia financiera de las economías capitalistas desarrolladas muestra la continua presencia de procesos de inestabilidad financiera, que en ocasiones llevan a puntos críticos, requiriendo la intervención de un prestamista de última instancia que aumente la liquidez disponible y recupere la confianza en el sistema financiero.

Kindleberger y Minsky explican como se genera el proceso de inestabilidad y argumentan que éste es un elemento presente en el comportamiento "normal" de los sistemas financieros capitalistas, que hace necesaria la intervención de un prestamista de última instancia. Ambos autores explican la inestabilidad como resultado de la ampliación excesiva del crédito resultado de nuevas oportunidades de inversión, lo que incrementa la fragilidad del sistema financiero ante cualquier evento adverso.

Ambos autores coinciden en señalar que el proceso de inestabilidad se inicia con factores que sacan a las variables financieras de su equilibrio, de forma que generan expectativas de mayores ganancias en proyectos de inversión; al tratar de aprovecharlas, los inversionistas se endeudan y adoptan posiciones financieras más especulativas y propician con ello la fragilidad del sistema financiero.

Para las empresas una crisis financiera representa el cierre de los canales normales de financiamiento. Para evitar la quiebra recurren entonces a la venta de sus activos; como el mercado está deprimido y el precio de los activos cae ante el aumento en la tasa de interés, sólo podrán venderlos asumiendo pérdidas. Sin embargo, terminarán en quiebra de no restablecerse la confianza y los canales de financiamiento ordinarios.

Las principales características del sistema financiero en el momento de la crisis son el pánico y el colapso en el precio de los activos, resultantes de la aversión de los intermediarios para seguir ampliando créditos sobre garantías en bienes o valores y la prisa de los agentes por liquidar deudas, ante la evidencia clara de que no existe dinero suficiente para que todos puedan cambiarlo por efectivo. Una vez iniciada la crisis, las quiebras se extienden, el pánico domina al sistema financiero y amenaza con paralizar todos los canales de financiamiento ordinarios si el prestamista último no inyecta liquidez al mercado.

Como crisis¹, se considera: "la culminación de un período expansivo que conduce a uno recesivo"², partiendo de este punto Kindleberger trata de responder a varias preguntas: ¿Son los mercados tan racionales que las manías, que son irracionales por naturaleza, no pueden ocurrir?; o por el contrario, ¿estas manías ocurren y se les debe dejar que sigan su curso, con el riesgo de que ocurra una crisis financiera?; ¿tiene el prestamista de última instancia un papel efectivo al rescatar al mercado y al proveer de estabilidad al sistema?; ¿debe ser responsabilidad del gobierno o del banco central la función de prestamista último?.

El objetivo de este trabajo es presentar el análisis que hace Kindleberger sobre la necesidad de que intervenga un prestamista de última instancia en las crisis financieras para poder recuperar la estabilidad en el sistema.

¹ Una definición alternativa que Goldsmith da sobre una crisis es "un deterioro acentuado, breve y ultracíclico de todo o casi todo el grupo de indicadores financieros (tasas de interés de corto plazo, activos, precios), insolvencia comercial y quiebras de instituciones bancarias (aunque excluye dificultades bancarias)"; Michel Bordo la define con base en 10 elementos o relaciones: cambio en expectativas, miedo a la insolvencia de algunas instituciones financieras, intentos de convertir activos en dinero, etc. Ver Kindleberger Manias, Panics and Crashes: a history of financial crises Basic Books, New York 1989, p.19. ¹

²Kindleberger no se ocupa de "aquellas crisis que no tienen consecuencias en el sistema económico, ni se interesa por todo el ciclo económico" ver Kindleberger, Op. cit. p 5

El análisis que hace Kindleberger es valioso por varias razones; hace un recuento histórico de las crisis en las economías capitalistas e incorpora la irracionalidad de los agentes como un elemento fundamental en el proceso de inestabilidad. Pero lo más importante es el énfasis que pone en el prestamista de última instancia como el elemento clave para recuperar la estabilidad en el sistema financiero.

El autor parte del vacío que dejan las teorías tradicionales para explicar la presencia constante de las crisis financieras. Para elaborar su teoría del ciclo del crédito toma como base la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Hyman Minsky, y concluye, al igual que Minsky, la necesidad de que exista un prestamista de última instancia en el sistema financiero.

Una vez planteada la necesidad de que exista este prestamista último, analiza como debe funcionar éste en el momento de una crisis. La alternativa es no intervenir, pero las quiebras se hacen masivas y se pone en riesgo el funcionamiento de todo el sistema económico.

De acuerdo a las teorías de Minsky y Kindleberger se pretende demostrar que el proceso de inestabilidad financiera que conduce a las crisis, es una característica inherente de las economías capitalistas desarrolladas. La experiencia confirma que a lo largo del tiempo se ha logrado pasar de la etapa de crisis a la estabilidad en distintos sistemas financieros, gracias a la participación de este prestamista último. De esta forma, la inestabilidad financiera, que forma parte de los sistemas económicos capitalistas desarrollados, se ha manifestado en distintos eventos durante el presente siglo. Por ejemplo, en la Gran Depresión de 1929, la crisis del petróleo a finales de los años 70, la crisis de la deuda a principios de los ochenta y el crack de la bolsa de 87.

El prestamista de última instancia ha intervenido en el sistema financiero previendo la crisis o inyectando la liquidez necesaria para superarla. Sin embargo, desde que se discutió por primera vez este concepto en el siglo XVIII, hasta ahora, no existe una regla exacta que determine como debe ser su funcionamiento.

Considerando que en el proceso de inestabilidad financiera intervienen factores no cuantificables como la confianza, no se pretende hacer un análisis detallado de una crisis financiera específica. La metodología utilizada consiste en rescatar la importancia de los planteamientos que en sus teorías realizan Minsky y Kindleberger para explicar el proceso de inestabilidad; así como recuperar la discusión sobre las responsabilidades que enfrenta la institución que funciona como prestamista de última instancia. Por último se analiza el contexto actual del sistema bancario en el que sigue participando el prestamista último.

Con este propósito el presente trabajo se divide en cinco capítulos. En el primer capítulo se comenta por un lado la argumentación de Kindleberger sobre como las teorías convencionales no explican la presencia continua de la inestabilidad financiera en las economías capitalistas; y por otra parte se analiza la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Hyman Minsky.

En el segundo capítulo se presenta la Teoría del Ciclo del Crédito de Kindleberger, para explicar el proceso de inestabilidad que continuamente conduce a puntos de crisis. Tanto Kindleberger como Minsky -en la sección anterior- concluyen que con la intervención del prestamista de última instancia se recupera la estabilidad en el sistema financiero y continua el proceso.

CAPÍTULO PRIMERO: HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Para demostrar que el proceso de inestabilidad que conduce a las crisis financieras es intrínseco a las economías capitalistas desarrolladas, y requiere de la intervención de un prestamista de última instancia para recuperar la estabilidad, se parte de la teoría elaborada por Hyman Minsky.

Un supuesto que esta presente por lo general en la teoría económica, es que todas las variables tienden al equilibrio, aunque en la realidad pocas veces se alcanza y nunca se mantiene por mucho tiempo, por lo que continuamente se presenta la inestabilidad y el equilibrio se convierte únicamente en un componente más. Pero aún y cuando se alcanza un equilibrio, éste no es garantía de estabilidad, porque "existen equilibrios que a pesar de ser estables, son tan delicados que partiendo de ellos, en cierto límite, aparece la inestabilidad, como cuando quiebra un deudor o varios y se presenta una crisis financiera después del cual no se puede regresar al equilibrio original"³.

Dentro de las múltiples explicaciones que se han dado sobre la presencia y el surgimiento de la inestabilidad financiera, como parte del proceso económico, destacan la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky y la Teoría del Ciclo del Crédito de Kindleberger. Ambos autores llegan a la conclusión de que las inestabilidad hace necesaria la existencia de un prestamista de última instancia, que ayude al sistema a superar -o bien a prevenir- las crisis a las que conduce este proceso.

³ Fisher, Irving "The debt deflation theory of great depressions" Revista Económica México 1933, pag. 399.

Con el fin de entender como se genera el proceso de inestabilidad financiera que conduce a las crisis en este capítulo se presentan: los antecedentes de los que parte Minsky para elaborar su teoría, la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera con sus elementos básicos: supuestos, determinación del flujo de efectivo y de la estructura de pasivos, la demanda de financiamiento y la fragilidad del sistema financiero, concluyendo que es necesario que intervenga el prestamista último para recuperar la estabilidad.

1.1 Antecedentes

La inestabilidad que mencionan Minsky y Kindleberger, se ha identificado desde el siglo XIX y especialmente en este siglo: en la Gran Depresión del '29, en los problemas financieros de los sesenta, setenta y en la crisis de la deuda de los ochenta, así como en la caída de la Bolsa de 1987. Como es un elemento presente en el comportamiento "normal" del sistema capitalista, ambos autores tratan de explicar como se genera el proceso de inestabilidad que conduce a la intervención del prestamista de última instancia.

Las teorías de Minsky y Kindleberger tienen como antecedentes las aportaciones de J.M. Keynes en su teoría económica y la teoría de la deflación de la deuda que realizó I. Fisher como un intento por explicar las grandes depresiones como la de 1929.

La teoría de Keynes no es precisamente una explicación sobre la inestabilidad y la presencia de pánicos financieros. Más bien su estudio se centró en la obtención de equilibrios de corto plazo sujetos a restricciones; es decir, considera el problema económico como la determinación de restricciones

presupuestales y productos individuales. Pero plantea cuestionamientos importantes. Por ejemplo, en la "Teoría General", Keynes reconoce que "una teoría económica es relevante para una economía capitalista cuando integra el comportamiento de los sectores real y financiero"⁴. Este es un elemento hasta entonces poco valorado y es una clave de donde parte Minsky para vincular al sistema financiero con el real, en un proceso de inestabilidad a lo largo del tiempo.

Además, Keynes plantea que la presencia de una demanda agregada inadecuada causa el desempleo de factores, que se complica con precios y salarios flexibles. Según Minsky esto hace suponer la existencia de un factor dinámico en las relaciones financieras intrínsecas, porque los deudores en estas circunstancias, enfrentarán mayores problemas para obtener los recursos financieros que les permitan continuar como parte del proceso económico.

Minsky parte de la "Teoría General" de Keynes, pero esquematiza las relaciones monetarias y financieras como elementos de la demanda agregada y analiza los flujos de efectivo en la estructura de pasivos. Estos son los elementos que participan en el proceso de inestabilidad, que tiene como resultado la presencia continua de crisis financieras, en las que es necesario que exista un prestamista de última instancia, para asegurar la continuidad del sistema financiero.

Minsky afirma que a Keynes le faltó incluir explícitamente en su análisis el proceso de financiamiento capitalista en un contexto cíclico y especulativo, como el que se presenta en sistema económico. La evidencia empírica muestra que el

⁴ Minsky, Hyman "The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy", en Kindleberger Charles y Laffrague Edward, Financial crises: theory, history and policy, Cambridge CCUP, England 1982, pag. 14.

proceso de creación de los flujos de efectivo en el sistema capitalista, es un factor determinante para explicar la inestabilidad financiera y la necesidad del prestamista último.

Para que una teoría económica explique el comportamiento del sistema capitalista satisfactoriamente, debe incluir no solo la estrecha vinculación entre los sectores real y financiero, sino que también debe valorar a la economía como un proceso iterativo⁵. En este proceso, el comportamiento de hoy está determinado por los resultados acumulados del desempeño pasado, y el comportamiento de hoy, también es reflejo del futuro desempeño de la economía. Esto es lo que pretende hacer la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera

Por su parte, Fisher se enfoca más hacia los ciclos económicos y al proceso especulativo, que sirven de apoyo al estudio de las crisis financieras de Kindleberger. Estos ciclos son resultado de muchas tendencias que actúan al mismo tiempo, provocando desequilibrios impuestos o desordenes ocasionales, motivados por eventos externos (costumbres, religión, cambios sorpresivos, etc) y autogenerados por la tendencia estable del crecimiento económico.

Para Fisher aún y cuando se pueda llegar a un equilibrio dentro de estos ciclos, éstos serán tan débiles que si el proceso económico continúa su tendencia normal sobre ellos, aparecerá inevitablemente la inestabilidad: "Todas las variables económicas supuestamente, tienden hacia un equilibrio estable de manera general, y al menos que un factor externo intervenga, las variaciones sobre el equilibrio tienden a disminuir hasta hacerse estables. Pero este equilibrio que se busca,

⁵ Un proceso iterativo involucra una relación dinámica en la cual las acciones de ayer repercuten hoy, y estas en las de mañana.

raramente se alcanza y nunca se mantiene por mucho tiempo sin que aparezcan nuevas distorsiones" ⁶, distorsiones que están siempre presentes en la dinámica del mercado; por eso variables como los precios y el ingreso presentan continuamente movimientos de ajuste.

Fisher considera que aún no se ha podido responder cual de las variables económicas distorsionadas tiene desviaciones lo suficientemente grandes como para explicar los períodos de auge y las depresiones. En muchas ocasiones se ha atribuido, de manera general y poco satisfactoria, que la existencia de los ciclos económicos se debe a eventos como: la sobreproducción, el exceso de capacidad instalada, falta de consumo, desequilibrios en precios relativos, desajustes de los precios de productos agrícolas, exceso de confianza, de inversión, de ahorro o de gasto pero no se ha podido conocer la incidencia de cada uno en las fases de auge y depresión.

Las factores que contribuyen a los desequilibrios que provocan la inestabilidad de los ciclos económicos son muy diversos. Kindleberger y Minsky los llaman desplazamientos y pueden ser monetarios o reales. Pero, para Fisher los factores que predominan en el surgimiento de auges y depresiones son el exceso de endeudamiento (elemento especulativo) y la deflación de la deuda. Los otros factores pueden o no presentarse, pero de estos dos siempre hay síntomas o efectos presentes. Tanto Kindleberger como Minsky, enfatizan esta idea resaltando como el endeudamiento al hacerse excesivo conlleva a la crisis y motiva la intervención del prestamista de último recurso.

⁶ Fisher Irving, op. cit, pag 399.

Minsky desarrolla también la idea de Fisher sobre el endeudamiento excesivo, que se debe al surgimiento de nuevas oportunidades de inversión ante la posibilidad de grandes ganancias. Estas oportunidades provienen principalmente de inventos o descubrimientos nuevos, desarrollos tecnológicos, y otro tipo de elementos como deuda por guerras, pública o privada, doméstica o externa, deuda para reconstrucción, políticas de bajas tasas de interés, etc ⁷. Pero tomando en cuenta que la deuda con fines lucrativos siempre crece más rápido que la no lucrativa.

El exceso de deuda hace que en el momento en que surja un desequilibrio o desplazamiento, impuesto por eventos externos o de tendencia, se genere incertidumbre que acelera la búsqueda masiva y simultanea de dinero en efectivo en sustitución de activos (líquidos o ilíquidos); esto presiona sus precios a la baja (deflación), por el aumento excesivo de la oferta de activos ante una demanda indiferente. Se desata así el pánico y la crisis financiera, que hacen necesaria la intervención del prestamista de última instancia, que inyecte liquidez y asegure la continuidad del sistema de pagos.

La estabilidad que se logra con la intervención del prestamista último depende, en gran medida, de que la ayuda sea adecuada y oportuna. Pero la propia política de intervención en los desordenes económicos ha propiciado que la inestabilidad sea una característica del comportamiento normal del sistema financiero.

⁷ Estos elementos esta ampliamente explicados en el desarrollo que hace Kindleberger sobre el proceso de los ciclos de crédito en el capítulo siguiente.

1.2 Hipótesis de la Inestabilidad Financiera

Minsky considera en la Teoría de Wall Street o Hipótesis de la Inestabilidad Financiera que esta falta de estabilidad es consecuencia de la relación tan cambiante que hay entre deuda e ingreso, en los márgenes de seguridad de los contratos financieros y en la evolución de las prácticas financieras en el transcurso del tiempo, y hasta ahora no hay una recomendación de política económica precisa para evitar y controlar las crisis financieras a las que conduce esta inestabilidad.

1.2.1 Supuestos Básicos

Como ya se mencionó, el elemento central en el análisis de Minsky es la inestabilidad, porque se parte de un sistema financiero complejo, con instrumentos e instituciones financieras muy desarrolladas, activos de capital y dinero, y se consideran las relaciones intertemporales entre estos factores, mediante estructuras financieras específicas, en un contexto cíclico y especulativo. El autor desarrolla su Hipótesis vinculando la inversión con el precio de los activos de capital necesarios para financiarla, dentro del funcionamiento del mercado y en relación al proceso de creación de las utilidades esperadas que permitirán el pago del financiamiento.

Considerando ciertos supuestos, los elementos presentes en la teoría son: la estructura de pasivos que al verse validada por estos flujos de efectivo determina la posición financiera de las unidades económicas (equilibradas, especulativas o

Ponzi⁸); la fragilidad o resistencia del sistema financiero dependiendo de la composición relativa al peso de las distintas posiciones financieras en la demanda por financiamiento; y algunos factores como la innovación financiera que resultan de las políticas restrictivas que llevan a cabo las autoridades para controlar la fase de expansión.

Como esta teoría de Wall Street pretende explicar la presencia de las crisis financieras en los sistemas económicos de la actualidad, Minsky la desarrolla suponiendo el funcionamiento de una economía capitalista con estructuras financieras muy desarrolladas y complejas; en ésta existen mercados y precios para toda la producción actual, servicios de trabajo y activos de capital.

El elemento intertemporal, es uno de los factores más importantes en este análisis, ya que considera que las acciones de ayer repercuten hoy y éstas tienen consecuencias mañana, por lo que hay una dinámica interactiva en las relaciones financieras que mantienen los agentes económicos.

En la estructura financiera se relacionan los dueños de activos de capital y los de los proyectos de inversión, en un mercado en donde se venden los activos reales y financieros, considerando que los recursos financieros son el resultado de las operaciones financieras anteriores de las que se realizan hoy y que crean recursos para operar mañana.

⁸ Una posición financiera Ponzi es aquella en la que el flujo de efectivo generado no alcanza a cubrir el pago de intereses de una deuda contraída a plazos, más que para el último período. El repago de la deuda en este último plazo es lo que hace viable el proyecto de inversión.

Como esta estructura es compleja, existe innovación y especialización financiera constante, tanto en la producción como en los productos, como respuesta de los agentes ante las restricciones periódicas de recursos en el mercado.

Asimismo, la creación de dinero es endógena a la economía, porque es resultado de la actividad financiera y constituye el pasivo de los bancos. La actividad bancaria involucra dos procesos: uno de creación de dinero al emitir obligaciones de deuda, y otro de destrucción parcial de este dinero al pagar el compromiso de deuda, permaneciendo un remanente que es el margen de ganancias o intereses que obtiene el banco. La actividad principal de los bancos es maximizar ganancias en el proceso de financiamiento de sus posiciones, aunque para esto operen en forma especulativa.

Además, Minsky considera como Keynes, que cuando un agente compra un activo de capital y obtiene el derecho a esperar una ganancia o rendimiento cuando se venda el activo, una vez descontados los gastos de compra durante el período de vida del activo. De esta forma los ingresos probables que se pueden obtener en un proyecto de inversión se determinan con una serie de flujos de efectivo descontando su costo de obtención.

También supone que las empresas realizan producción de bienes o servicios, colectan activos de capital y enfrentan costos de salarios y materias primas dados; y utilizan la contratación de obligaciones para financiar sus activos de capital. Estas deudas representan el compromiso de pago de intereses y de la proporción de consumo de capital. El flujo de efectivo del que disponen las empresas, para cubrir sus deudas, surge de las operaciones normales considerando que hoy utilizan

el flujo de efectivo heredado de ayer; este flujo también puede reflejar problemas de efectivo asociados con el tiempo.

Por lo anterior, en una economía monetaria se entiende la obtención de utilidades como un proceso de formación de deuda: para que haya activos de capital debe haber primero endeudamiento de las empresas en el mercado financiero. Como los bancos crean dinero con esta deuda, su oferta de financiamiento se adecua a los requerimientos de la demanda, de acuerdo a las perspectivas de ganancias esperadas con las que la empresa podrá realizar el pago.

De acuerdo a los supuestos anteriores existen dos clases de instituciones en el mercado que buscan la maximización de utilidades: uno que posee activos de capital y que obtiene ganancias produciendo y vendiendo bienes o servicios; y otro que son empresas con activos financieros y utilidades al producir y vender deudas propias o de otros.

Las utilidades de las empresas están determinadas por la inversión y además de que permiten a la empresa cubrir sus deudas con instituciones financieras, determinan los flujos de utilidades esperados. En el momento actual, las utilidades esperadas sirven para estimar el valor presente de los activos de capital y para tomar las decisiones de inversión. Una empresa invierte hoy porque espera obtener utilidades mañana, pero requiere de financiamiento. Los términos bajos los que se obtenga hoy este financiamiento y en cómo se espera que sea mañana también determinan la inversión.

El financiamiento nuevo estará disponible siempre y cuando el financiamiento pasado se convalide adecuadamente con las utilidades actuales. Esto

muestra que para comprender el "comportamiento capitalista inestable" es primordial entender el proceso de pagos requerido en la estructura de pasivos y el de la generación del efectivo necesario para realizarlos.

2.1.2 Flujo de Efectivo

Minsky da un papel preponderante a la explicación de la generación del flujo de utilidades del activo en relación a la estructura de deudas contratadas en el proceso de financiamiento. Como el financiamiento responde a las ganancias esperadas en el proyecto de inversión o activo de capital, los recursos financieros estarán disponibles dependiendo de si el flujo de utilidades es más que suficiente una vez descontado el margen para cumplir el compromiso de repago. En este caso, las garantías colaterales son un aspecto secundario en la disponibilidad de recursos, porque se considera que constituyen un flujo de efectivo potencial en caso de que no se logren las ganancias esperadas y su valor de mercado se cuantifica como el valor capitalizado de flujos de efectivo futuros.

Tomando en cuenta los supuestos y definiciones anteriores, el flujo de efectivo bruto o ingreso bruto de capital (b) se genera deduciendo de los ingresos obtenidos de las ventas totales (Y_v), los gastos incurridos (C) para lograr esa operación:

$$b = Y_v - C ;$$

aunque las empresas también pueden poseer activos de capital que generen parte del flujo de efectivo.

De acuerdo a la demostración que hace Kalecki, sobre la generación del flujo bruto de utilidades, estas se crean de acuerdo a la forma en que opera el

sistema en términos de inversión, tamaño e intervención del gobierno, balanza de pagos, hábitos de ahorro de los trabajadores y de consumo de los capitalistas o rentistas.

De esta forma, la generación de ganancias o flujos realizados ($\cap b$) depende de la inversión bruta (Ib), el déficit público ($(G-Y) > 0$), el superávit comercial ($X-M$), el ahorro de los trabajadores (Sw) y el consumo de los capitalistas (Cb):

$$\cap b = Ib + (G-Y)G + (X-M) + Sw + Cb .$$

Todas estas son formas en las que se generan recursos que pueden ser reciclados al sistema cuando se generan utilidades que se sirven para cubrir deuda.

En la operación normal del sistema para generar el flujo de ganancias, el gobierno tiene un papel muy importante dependiendo del tamaño de su intervención en la economía. Cuando la inversión disminuye por alguna razón cae el flujo de utilidades, lo que puede afectar el valor presente de las empresas aumentando la fragilidad del sistema y desmotivando aún más a la inversión. Si el gobierno es pequeño se presentará invariablemente este efecto recursivo; pero cuando el déficit público es grande ($G-Y$) puede servir de estabilizador compensando la caída de la inversión. El gobierno puede tener un efecto directo sobre la disponibilidad de recursos para inversión aumentando su gasto o disminuyendo los impuestos.

Cuando la balanza comercial ($X-M$) es superavitaria también puede tener un efecto positivo, al igual que el ahorro de los trabajadores (Sw) y el consumo

de los rentistas (Cb), pero éstas variables no las puede manejar en forma directa el gobierno, ni el banco central.

En los flujos de efectivo hay que distinguir un factor temporal: el efectivo o ganancias actuales, determinan la capacidad de las empresas para cumplir sus compromisos financieros. Mientras que las ganancias anteriores determinan el deseo de bancos e inversionistas de aumentar la disponibilidad de deuda. Pero, hay que considerar que estos flujos deben coordinarse con el tamaño y con el vencimiento de la estructura de pasivos.

1.2.3 Estructura de Pasivos

La estructura de pasivos determina la forma en que se distribuyen las utilidades generadas entre los deudores, los accionistas y la empresa (ganancias retenidas). La finalidad del proceso de generación de flujos de efectivo, es convalidar los compromisos financieros contraídos de forma sincronizada, por que los pasivos involucran la demanda, la fecha y la contingencia del pago.

La estructura de pasivos implica realizar una serie de compromisos de pago (Pc_1, \dots, Pn) contratados con la deuda, por lo que hay que considerar dos elementos: las ganancias brutas anticipadas o flujo de efectivo anticipado ($\cap q_i$) y los compromisos de pago de acuerdo a la estructura de pasivos (Pci).

Para que la inversión sea viable es necesario que exista un flujo de efectivo positivo: $\cap q > 0$

y que sea mayor a los compromisos de pago:

$$\cap q_i > Pci.$$

Ambas variables involucran dos factores, uno de capital (k) y otro de intereses (r). Desde el punto de vista del flujo de efectivo representan: el gasto en el pago de principal o cuasi-renta por consumo de capital ($\cap q(k)$) y el pago de intereses ($\cap q(r)$). Para el pago de compromisos constituyen el pago de principal ($Pc(k)$) y el ingreso neto ($Pc(r)$). Es decir que:

$$\begin{aligned} \cap q &= \cap q(r) + \cap q(k) & y & & Pc &= Pc(r) + Pc(k) \\ \cap q(r) &= \cap q - \cap q(k) & & & Pc(r) &= Pc - Pc(k) \end{aligned}$$

El financiamiento para el pago de compromisos de la estructura de pasivos, compuesta de principal e intereses, se relaciona con el flujo de efectivo determinando una posición financiera que puede ser equilibrada, especulativa o Ponzi.

1.2.3.1 Posición financiera equilibrada

Una posición financiera es equilibrada, cuando el flujo de efectivo que se genera es suficiente para cubrir los compromisos de pago, de forma que:

$$\cap qi > Pci \text{ y } \cap qi - Pci > 0 \text{ para toda } i.$$

En este caso el valor de la empresa (Ve) será igual al valor capitalizado del flujo de efectivo:

$$Ve = Ui(\cap qi - Pci);$$

considerando cierta incertidumbre (Ui), en la obtención del flujo de efectivo que depende de la tasa de interés del mercado, en los distintos tipos de riesgo de los activos de capital.

A la empresa le conviene mantener a la mano efectivo o algún activo equivalente para asegurarse contra posibles interrupciones en el flujo de efectivo. Estas tenencias de efectivo (M_d) están en función del ingreso de ventas y de los compromisos de pago de deuda. Cuando la posición monetaria consiste principalmente de activos de corto plazo, se relaciona con los gastos por vencimientos próximos (X_i) y los compromisos de pago de los contratos:

$$M_d = (T_i(X_i) + L_i(P_{ci}))$$

Como en una posición equilibrada, el flujo de efectivo siempre es mayor a los compromisos de pago:

$$(\cap q_i > X_i + P_{ci}),$$

la necesidad de retener efectivo (M_d) excepto para períodos de restricción monetaria, es pequeña.

1.2.3.2 Posición financiera especulativa

Cuando el flujo de efectivo que se genera no es suficiente para cumplir totalmente con los compromisos de pago:

$$(\cap q_i < P_{ci}, (i=1..m)),$$

la posición financiera de la empresa es especulativa. En este caso y en el corto plazo, el flujo de efectivo sólo alcanza para cubrir la parte proporcional de los intereses $(\cap q(r) > P_c(r))$,

mientras que el compromiso de pago del capital excede la porción del flujo de efectivo destinada a este fin:

$$(\cap q(k) < P_c(K))$$

conforme se acerca el período de vencimiento.

Ante la falta de recursos propios, la empresa tendrá que financiar el pago del principal con la venta de activos o con nueva contratación de deuda, es decir haciéndola revolvente.

El funcionamiento de una unidad económica que tiene una posición financiera especulativa continuará de manera normal dependiendo de su habilidad para colocar pasivos en el mercado. Pero será muy susceptible a cambios en la tasa de interés del mercado de deuda.

Cuando el mercado entra en períodos de contracción monetaria y sucede un alza en la tasa de interés, los compromisos de pago también aumentan dificultando el refinanciamiento de la deuda. Por lo tanto, la demanda por tenencias de efectivo (M_d) a pesar de ser la misma que en la posición financiera anterior, tendrá una proporción mayor entre los compromisos de pago y los vencimientos próximos (P_{ci}/X_i).

1.2.3.3 Posición financiera Ponzi

Cuando en una posición financiera especulativa la porción de ingreso corriente de los compromisos de pago excede la del flujo de efectivo generado, se llega a una situación que Minsky denomina "posición financiera Ponzi". En ésta, los compromisos de pago exceden el monto de las utilidades anticipadas, para casi todos los períodos excepto el último, que es lo que hace viable el proyecto:

$$\cap q_i < P_{ci} \quad (i = 1, \dots, n-1) \quad \text{y} \quad \cap q_i(r) > P_{ci}(r) \quad (i = 1, \dots, n-1)$$

$$\cap q_i > P_{ci} \quad (i = n) \quad \quad \quad \cap q_i(r) > P_{ci}(r) \quad (i = n).$$

Esta situación financiera es propia de cualquier proyecto de inversión de largo plazo, que se encuentra en proceso, ya que se generan utilidades hasta después de que termina el proyecto. El costo de producción en este caso incluye al costo del interés en los primeros gastos y su financiamiento también se logra mediante la revolencia de deuda pero con capitalización de intereses.

El valor del proyecto completo, es igual al valor presente de las ganancias o efectivo anticipados, lo que representa la inversión con cierto interés. Pero el valor presente de estas unidades, es muy vulnerable a cambios en la tasa de interés, porque los compromisos de pago aumentan conforme lo hace la tasa de interés de corto plazo, y como la cantidad de deuda sin pagar crece relativamente más aprisa que la tasa de interés, el valor de los beneficios anticipados puede hacerse negativo.

Como los esquemas financieros Ponzi esta siempre presentes en el sistema financiero, se puede esperar que economicen en sus tenencias de efectivo (Md) y en sus activos del mercado de dinero porque esta sujetos a presiones para minimizar su dependencia de los préstamos.

La posición financiera de una empresa puede alterarse con las condiciones del mercado financiero, por ejemplo, cuando aumenta la tasa de interés, el valor capitalizado de una posición financiera equilibrada enfrenta mayores dificultades para cumplir sus compromisos, pero sobre todo si se acompaña de una disminución previa del ingreso, la que desincentiva la inversión y reduce el flujo de efectivo actual, el cual determina la capacidad de la empresa para cumplir sus compromisos.

Para una unidad especulativa, una tasa de interés mayor aumenta directamente el gasto en los compromisos de pago, dificulta su acceso al financiamiento y puede llevar a una situación Ponzi, cuando los mercados financieros esta en recesión y el flujo de efectivo generado es menor al pago de principal en algunos períodos. Además, el costo del interés refleja las condiciones cambiantes del mercado financiero

Una unidad Ponzi, enfrenta un doble efecto con el aumento de la tasa de interés. Por un lado, aumentan los compromisos de pago y por otro, lleva a una disminución en las utilidades esperadas para convalidar las deudas, ya que parte de esos ingresos provienen de la venta de activos de capital que esta inversamente relacionados con la tasa de interés. Así, cuando aumenta la tasa de interés el valor presente de la unidad puede hacerse negativo.

Asimismo el aumento de la tasa de interés compromete también la capacidad de emisión de deuda nueva, el refinanciamiento de deuda madura, el valor de mercado y por lo tanto aumenta los riesgos en las inversiones.

El peso relativo que tenga cada una de estas posiciones dentro del sistema financiero, y particularmente en la demanda de financiamiento, es uno de los factores más importantes para determinar la fuerza o fragilidad de un sistema financiero capitalista.

1.2.4 Demanda de financiamiento

Una vez que se presentó el proceso de creación del flujo de efectivo y la estructura de pasivos es posible establecer el funcionamiento de los componentes

más importantes de la demanda total por recursos financieros. Esta demanda involucra: las necesidades de financiamiento para proyectos de inversión ya empezados, pérdidas por poca flexibilidad en ciertos costos, y la estructura de pasivos que involucra el financiamiento para deuda revolvente en posiciones financieras especulativas, y para capitalización de intereses en posiciones Ponzi.

La ponderación de cada elemento en la demanda total de financiamiento cambia en el tiempo de acuerdo al entorno económico. Por ejemplo un aumento en el costo de la deuda de corto plazo, apegado a cierta estructura de pasivos de las empresas, da mayor importancia a los tres últimos componentes. Por su parte, la disponibilidad de financiamiento depende de la estructura institucional y de las utilidades esperadas.

1.2.4.1 Proyectos de Inversión empezados

Al invertir en un proyecto hay que considerar que cada etapa involucra costos y constituye parte de un proceso secuencial, que toma tiempo y requiere financiamiento, por lo que antes de que la inversión se complete y genere las ganancias esperadas (mañana) hay que seguir financiándola hoy.

Una inversión de largo plazo, iniciada en períodos anteriores, representa una demanda por financiamiento inelástica y creciente. Si se decide abandonar un proyecto de este tipo se tendrán que asumir pérdidas cuantiosas que pueden afectar la posición financiera de la empresa acreedora e inclusive pueden causarle la quiebra. Además, si la tasa de interés aumenta el monto total de financiamiento requerido para inversiones ya empezadas también aumentará, ya que involucra gastos nuevos y un componente de intereses de deudas anteriores. Por lo tanto, la

inversión debe considerarse como un proceso de dos fases: por un lado, préstamos de corto plazo para financiar inversión en proceso, y por otro, el uso de fondos internos y de deuda de largo plazo para financiar tenencias de activos de capital que resultan de la inversión.

Cuando la inversión esta en auge y sube la tasa de interés (de corto y largo plazo), los deudores se niegan a fijar intereses altos en sus deudas, en tanto que los acreedores evitan tomar posiciones de largo plazo por el riesgo de pérdidas posibles que implican estas tasas. Esto denota el carácter inelástico y creciente de la demanda de financiamiento de corto plazo para proyectos ya iniciados.

Para el sistema financiero el auge de la inversión implica que cualquier reducción en la tasa de crecimiento del financiamiento de corto plazo disponible, por debajo de la demanda de financiamiento para inversión acumulada, tendrá como consecuencia un fuerte incremento en la tasa de interés. La caída inicial puede resultar de la expansión inflacionaria de la demanda de financiamiento o de una política restrictiva del banco central sobre las reservas bancarias.

1.2.4.2 Poca flexibilidad en costos

Minsky afirma que algunos costos son poco flexibles para ajustarse a políticas recesivas, particularmente los ocasionados por la burocracia corporativa. De esta forma, cuando una empresa enfrenta una contracción repentina de sus utilidades a causa de la disminución de las ventas o de la producción necesita aumentar sus ingresos o disminuir sus costos; como la posibilidad de acrecentar sus ventas es limitada, requiere de préstamos o se verá obligada a vender sus activos a fin de conseguir el efectivo necesario, al tiempo que trata de cortar sus costos. Por lo que también ésta es una demanda inelástica y creciente.

Así como los proyectos de inversión empezados no reducen su demanda por financiamiento cuando éste se encarece, los costos por la burocracia corporativa y algunos otros, tampoco se ajustan de forma inmediata, por lo que constituyen una fuente de pérdidas posibles. Entre mayor sea la proporción de estos costos poco flexibles en el total, mayor es la probabilidad de un aumento en la necesidad de refinanciamiento y del deterioro sistemático en la posición financiera ante una reducción de las ventas.

1.2.4.3 Estructura de pasivos

Otro factor creciente e inelástico de la demanda de financiamiento -ante cambios en la tasa de interés- lo constituyen las posiciones financieras especulativa y Ponzi en la estructura de pasivos. Estas posiciones involucran una demanda creciente de deuda, para obtener el efectivo necesario para cumplir los compromisos de pago del principal en el caso especulativo, y el pago de intereses y capital en el Ponzi. Cuando la tasa de interés aumenta, también lo hacen los gastos por compromisos de pago y por tanto su demanda de financiamiento, lo que se refleja en una demanda total por recursos más elevada. Esta a su vez presiona al sistema financiero y resulta en una tasa de interés aún mayor.

De esta forma se crea un círculo vicioso entre la tasa de interés y la demanda de financiamiento inelástica y creciente, el cual propicia la inestabilidad en el sistema financiero. Se considera que la inversión iniciada en periodos anteriores tiene una posición financiera especulativa y Ponzi, por lo que, al subir la tasa de interés y disminuir la disponibilidad de recursos internos también aumenta el financiamiento total requerido, lo que presiona a la tasa de interés y conduce al círculo vicioso.

Conforme se deteriora la estructura de pasivos del sistema, pequeños aumentos en la tasa de interés se traducirán en drásticas reducciones en el efectivo de las empresas que tiene sus activos fuertemente apalancados, y se dificulta cada vez más su financiamiento. Este aumento en la tasa de interés puede provenir de políticas monetarias inducidas por el banco central, como las que restringen el ritmo de crecimiento del financiamiento disponible.

De acuerdo a la combinación que tengan los elementos de la demanda de financiamiento, la tasa de interés será más volátil. Pero finalmente estos componentes dependen de decisiones voluntarias y no del banco central, por lo que es necesario incluir un agente estabilizador (prestamista último) que compense los desequilibrios.

Cuando las empresas o unidades no obtienen el financiamiento requerido, los créditos no logrados debilitan la estructura de pasivos, con lo que las posiciones financieras especulativas se convierten en Ponzi, mientras las Ponzi se ven muchas veces obligadas a salir del sistema financiero causando quiebras que pueden generalizarse en una crisis. Con esto los canales ordinarios de financiamiento se cierran aún más y se hace inminente la intervención de un prestamista de último recurso que garantice el acceso continuo a los canales de financiamiento para la actividad productiva.

1.2.5 Fragilidad Financiera

Se considera que el sistema financiero es frágil cuando pequeños cambios en el flujo de efectivo, en las tasas de capitalización y en los compromisos de pago afectan la capacidad de las empresa para cumplir con sus deudas. La fortaleza o

fragilidad del sistema depende por lo tanto, de que las interacciones que hay entre inversión, empleo y la generación de utilidades, que se alteran por cambios en las variables financieras.

Como se ha visto, la continuidad del flujo de efectivo que corresponde al pago de compromisos es un factor clave que al romper su continuidad, por cambios en las condiciones financieras, contribuye a transformar un sistema financiero fuerte en uno frágil. Hasta cierto punto el gobierno puede compensar el flujo de efectivo, pero en ciertos períodos el déficit y la deuda pública pueden representar una carga tal que restringen aún más la disponibilidad de financiamiento del sistema. Ello hace necesaria la presencia de un prestamista de última instancia capaz de crear la liquidez necesaria y de asegurar la continuidad del flujo de pagos.

La tasa de interés es la variable que más efectos tiene sobre el flujo de efectivo y en las posiciones financieras de las empresas, y por lo tanto en la fragilidad financiera. Su aumento puede causar el cambio de una posición financiera a otra (de equilibrada a especulativa, de especulativa a Ponzi, orillando a las Ponzi a la quiebra) al disminuir la disponibilidad de recursos y aumentar los gastos para el pago de compromisos. También afecta los márgenes de seguridad y los términos en que se emite la deuda nueva o refinanciamiento. Hace que las posiciones financieras se vuelvan más riesgosas aumentando la probabilidad de incumplimiento, y antes de que sea lo suficientemente alta para compensar un riesgo mayor, muchos acreedores y deudores habrán salido del mercado, afectando la estabilidad del sistema de pagos en general.

La propensión a la fragilidad financiera es un elemento del desarrollo normal del ciclo económico. En la parte ascendente del ciclo, donde la estructura financiera esta dominada por posiciones financieras equilibradas y por lo mismo hay incentivos para invertir y para aumentar la tasa de interés en un futuro, también se encuentra como característica que hay incentivos para aumentar el financiamiento especulativo y ponzi que llevan a la fragilidad.

En el corto plazo, cuando las condiciones de financiamiento son favorables, habrá un mayor número de empresas que califiquen para el acceso al financiamiento, haciendo que la demanda sea un factor de presión sobre la tasa de interés como medio de racionalizar el mercado. Los bancos e instituciones financieras - como se mencionó- se dedican a comerciar deuda con los tenedores de activos, para proveer de recursos a distintas actividades, buscando maximizar utilidades. Con este fin utilizan los saldos monetarios ociosos, que para ellos representan materia prima para nuevos créditos y un incentivo para contratar deuda a más largo plazo, lo que si bien implica altos riesgos también puede generar ganancias más atractivas.

Los interesados en este tipo de recursos son las unidades que buscan financiamiento para "inversiones en proceso" o para la toma de posiciones financieras. Así se amplía la propensión de las unidades para adoptar posiciones financieras especulativas y Ponzi, y con esto aumenta la probabilidad de inestabilidad. De esta forma la parte estable del proceso de financiamiento a la producción lleva a la inestabilidad en su fase de expansión.

Además como la estructura financiera, en cualquier período de tiempo, esta determinada por el desempeño del sistema en el pasado, una vez que comienza el

proceso de inestabilidad -con el crecimiento en la ponderación de posiciones especulativas y Ponzi-, el sistema se hace más susceptible a la presencia de crisis financieras, aún y cuando empresarios y banqueros logren cumplir sus compromisos financieros del momento; así se pasa de la estabilidad en la fase de expansión al proceso de inestabilidad.

Cuando la importancia relativa del financiamiento especulativo y Ponzi aumenta considerablemente en la demanda total y los bancos e instituciones financieras se financian cada vez con más deuda (en lugar de activos líquidos), el sistema se debilita y aumenta aún más la probabilidad de que se presente una crisis financiera y de que se requiera la intervención del prestamista último. Según el análisis de Minsky la crisis se presentan más comúnmente en el punto de transición de una fase expansiva hacia una recesiva.

En un auge de inversión, que se acompaña del aumento en la tasa de interés de corto y largo plazo, y de una estructura financiera frágil y por lo tanto muy especulativa, el valor presente de los proyectos de inversión se puede hacer negativo, con lo que aumenta aún más la ponderación de las posiciones Ponzi y se llega al círculo vicioso entre demanda e interés que puede conducir a la crisis. El punto de transición de la fase de expansión se considera endógeno, porque cuando la tasa de interés aumenta en el auge de inversión, las decisiones individuales de bancos y empresas los llevan a realizar contratos de financiamiento especulativo, que están fuera del control directo de la política económica. El aumento de la tasa de interés puede posponerse si se ve compensado con algún tipo de innovación financiera o con la provisión de reservas por parte del banco central, siempre y cuando el ritmo de crecimiento inflacionario sea tolerable y el de la inversión sea creciente.

Para las empresas una crisis financiera representa el cierre de los canales normales de financiamiento, por lo que para evitar la quiebra recurren a la venta de sus activos. Pero en una crisis, el mercado está deprimido y el precio de los activos cae ante el aumento en la tasa de interés, por lo que sólo logran venderlos asumiendo pérdidas, y si el sistema de pagos no se restablece, terminarán de todas maneras en quiebra.

Existen otros factores que propician inestabilidad financiera, como las políticas restrictivas que lleva a cabo el gobierno para frenar la fase expansiva del ciclo económico tratando de evitar la crisis; como el excesivo déficit público que desvía hacia el gobierno la mayor parte de los recursos financieros. Las políticas económicas seguidas para frenar las expansiones, si bien han evitado que las depresiones sean tan profundas, también han causado que se presenten más continuamente los efectos de las crisis: inflación, estagflación, desequilibrios financieros, etc. Esto se debe a que las políticas contraccionistas tienen como contrapartida la innovación financiera que aminora su efectividad.

La innovación es el resultado del esfuerzo de bancos y empresas al tratar de continuar operando a pesar de las condiciones del sistema. Es una respuesta de las necesidades crecientes de financiamiento de la economía ante la recesión del mercado. Las innovaciones se dan tanto en instrumentos como en los mecanismos para realizar las operaciones y están en constante cambio tratando de evadir las restricciones y regulaciones financieras. En Estados Unidos por ejemplo, después de la Gran Depresión surgieron innovaciones como el Mercado de Fondos Federales, que permitió economizar el uso de activos para convalidar obligaciones. Con el surgimiento de este mercado los bancos dejaron de tomar posiciones financieras con letras del Tesoro y comenzaron a hacerlo comprando dinero a

través de diversos medios: certificados de depósito, papel comercial, préstamos en Eurodólar, etc.

Las innovaciones financieras aumentan la disponibilidad de recursos ante la demanda de las empresas; esta mayor disponibilidad constituye un factor de empuje constante hacia la inestabilidad, ya que propicia que la fase expansiva del ciclo se vuelva inflacionaria.

La inestabilidad surge porque en principio la innovación tiene un efecto de reducción del costo de financiamiento, al aumentar su disponibilidad, incentiva la inversión y hay un efecto positivo en el flujo de ganancias agregado. Al mismo tiempo que estos elementos crecen, aumenta la sensibilidad del sistema a la tasa de interés y conforme se absorbe el efecto innovador, la tasa de interés aumenta, regresando a su tendencia original. Al subir el interés y aumentar los compromisos de pago, la inversión y el flujo de efectivo disminuyen empezando otra vez el proceso de inestabilidad pero en un sistema más debilitado.

1.2.6 CONCLUSIONES

Hyman Minsky concluye que la inestabilidad financiera, que inicia con la presencia de oportunidades de mayores ganancias, es un elemento propio de las economías capitalistas desarrolladas.

Para que los agentes económicos aprovechen estas oportunidades de mayores ganancias se endeudan en el mercado financiero. Los intermediarios otorgan los créditos con base en las utilidades esperadas, de acuerdo al flujo de efectivo de las empresas. La relación de las empresas con los intermediarios financieros se

desarrolla en un entorno dinámico, en el que las acciones de ayer repercuten hoy y éstas en las de mañana.

De acuerdo a la capacidad del flujo de efectivo para hacer frente a los compromisos de pago, la posición financiera de las empresas -y del sistema económico- se clasifica como equilibrada, especulativa y Ponzi. Conforme la empresa contrata deuda nueva para hacer frente a la anterior su posición financiera se hace más frágil, y si esta situación se generaliza ante cualquier evento externo, se puede presentar la crisis financiera que requerirá la intervención del prestamista de última instancia para recuperar la estabilidad en el sistema.

La demanda de financiamiento es inelástica y creciente, debido por un lado, a que existen proyectos de inversión iniciados, que resulta muy caro cancelar y costos poco flexibles, como los salarios, que no se ajustan de inmediato a una situación de emergencia; por otra parte, conforme las posiciones especulativa y Ponzi tengan mayor peso relativo en la estructura de pasivos, también requerirán de mayor financiamiento.

Cuando pequeños cambios en el flujo de efectivo, en las tasas de capitalización y en los compromisos de pago afectan la capacidad de las empresa para cumplir con sus deudas, se considera que el sistema financiero es frágil y propenso a una crisis financiera.

La magnitud de la crisis y de sus consecuencias en la economía, dependerá en gran medida de la capacidad limitada del gobierno para compensar el flujo de efectivo y de que tan rápida y adecuadamente responda el prestamista de último recurso. Este prestamista no tiene un esquema claro de comportamiento, su

participación varía de acuerdo a las circunstancias y la política de la institución que desempeña esta función. Los dilemas a los que se enfrenta cuando interviene y la manera en que lo hace, se presenta en el tercer capítulo.

CAPITULO SEGUNDO: KINDLEBERGER Y LA TEORÍA DEL CICLO DE CRÉDITO

Kindleberger, al igual que Minsky, explica como se genera el proceso de inestabilidad, que es intrínseco al sistema financiero de una economía capitalista desarrollada, y conduce a la presencia de crisis que obligan a la intervención de un prestamista de última instancia.

Al analizar la historia financiera de diversos países, Kindleberger encuentra siempre presente el proceso de inestabilidad y la intervención del prestamista último cuando se presentó la crisis. Por ejemplo, en Estados Unidos y Gran Bretaña han existido crisis financieras desde el siglo XVIII, y durante este siglo en 1907, 1921, 1929, 1937, 1987.

En su estudio Kindleberger encuentra cierta uniformidad en las crisis y por lo tanto en la estabilidad. Establece por ejemplo, una similitud en las etapas por las que atraviesa el crédito durante la Primera Guerra Mundial (1909-1914) y las Guerras Napoleónicas (1816): "Ambas fueron seguidas por un período de deflación corta y aguda (1816 y 1920-21), con una etapa de ajuste monetario que culminó con la restauración de la libra. Posteriormente se desató una cascada de préstamos al extranjero, seguida por el crack de la bolsa y una depresión; aunque en 1826 no fue ni tan profunda ni tan amplia como en 1929, los períodos temporales sí son similares"⁹. Pero también afirma que "aquellos pánicos que fueron afrontados con éxito casi invariablemente encontraron una fuente de

⁹ Kindleberger, Charles Historia Financiera de Europa, Ed. Crítica, Grupo Editorial Grijalbo, Barcelona 1988, pag 22.

efectivo (prestamista último) para liquidar los activos antes de que sus precios bajaran hasta ocasionar costosas ruinas" ¹⁰.

Con base en su estudio Kindleberger desarrolla la "Teoría del Ciclo del Crédito", para explicar como se genera este proceso de inestabilidad. Afirma que la inestabilidad se crea en este ciclo y es parte del propio sistema capitalista, no es un accidente o un evento puramente fortuito; esto permite entender la necesidad de que exista un prestamista de última instancia capaz de auxiliar al mercado dotándolo de la liquidez necesaria.

La teoría parte del financiamiento a la inversión productiva, que involucra un elemento de inestabilidad intrínseco al sistema de crédito, éste se activa por factores o desplazamientos repentinos que crean nuevas oportunidades de inversión. Las nuevas oportunidades provocan una ampliación excesiva del crédito y conducen a la inestabilidad y al pánico financiero, de donde fácilmente se llega a una crisis.

Los ciclos no tienen la misma duración en cada etapa, ni la misma profundidad, pero sí tienen una presencia constante en las economías capitalistas, aún y cuando no siempre se pase de una crisis a una recesión.

En el presente capítulo se explican las distintas etapas por la que atraviesa el ciclo del crédito. Se inicia primero con un "desplazamiento" o factor¹¹ que aleja al sistema financiero de su tendencia "normal" y que lo conducen hacia un auge,

¹⁰ Kindleberger Op. cit. p. 377.

¹¹ Factor o evento en términos de Fisher, como se mencionó anteriormente.

ya que las expectativas sobre ganancias en proyectos de inversión se hacen positivas e inducen a los inversionistas a realizar prácticas especulativas que caracterizan la segunda etapa, denominada "manfas especulativas". Conforme la euforia por ganancias crecientes se extiende en el mercado, los agentes o inversionistas sustituyen dinero por activos poco líquidos o reales. El crédito se expande para financiar estas compras y cuando se trata de frenar su crecimiento para detener la especulación, se crea incertidumbre en el mercado llegando a la etapa de "tensión" o "angustia". En este momento cualquier factor externo que debilite la confianza puede desatar el pánico, así inicia una carrera para liquidar deudas y para cambiar activos por efectivo. En consecuencia los precios de los activos caen y se reduce la liquidez en el mercado, llegando a la cuarta etapa que es la "crisis".

Las crisis financieras, de acuerdo con la evidencia histórica, "son siempre próximas a los picos o puntos máximos del ciclo. Es la culminación de un período que se vuelve descendente, presentándose excesos especulativos o manfas y tensiones sobre el futuro de estos excesos que se expresan en forma de crisis, desplomes de precios o pánicos financieros que requerirán de la ayuda de un prestamista de última instancia" ¹².

Para que pueda intervenir un prestamista último con éxito, se tendrá que tomar ciertas decisiones sobre la forma de hacerlo, toda vez que enfrenta un importante dilema debido a que su presencia puede disminuir la eficiencia del mercado induciéndolo a depender más del prestamista que de sus acciones propias, lo que se analiza en el capítulo tercero.

¹² Kindleberger C., Manias, Panics and Crashes, Basic Books Inc., New York, 1978, pag. 25.

2.1 Desplazamientos

Se considera que el mercado financiero se encuentra en una tendencia "normal" de comportamiento cuando las transacciones se realizan con continuidad, la inversión encuentra un costo de financiamiento acorde con las ganancias esperadas y con su período de maduración, y no hay cambios violentos en la relación entre liquidez, activos y deuda que mantienen los agentes que participan en el sistema. En este momento la especulación no es relevante porque las expectativas de ganancias esperadas no son exageradas, y en general el entorno económico no presenta cambios bruscos.

Este comportamiento se altera por factores externos que Kindleberger llama desplazamientos¹³. Son eventos repentinos que alteran las expectativas de los proyectos de inversión, creando nuevas oportunidades de ganancias. En consecuencia los inversionistas dejan la liquidez (dinero en efectivo, activos de corto plazo) para sustituirla por activos de largo plazo, aunque para esto tengan que endeudarse.

Kindleberger afirma que los desplazamientos que se presentan al principio del proceso pueden ser reales, monetarios o una combinación de ambos, pero de manera general no es posible distinguir en cada crisis la naturaleza de estos eventos.

¹³ El término desplazamiento es utilizado también por Minsky en la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera. Ver Minsky Hyman, "The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy", en Kindleberger y Laffrague, Financial Crises: Theory, history and policy, Cambridge CCUP, England 1982, pag 1-29.

Los desplazamientos reales que se presentan con más frecuencia al principio o al final del ciclo son las guerras y los armisticios. Estos interrumpen los canales financieros y comerciales ordinarios obligando a que se busquen nuevas opciones; por ejemplo, durante las crisis de 1873, la de agosto de 1914, la de 1920, etc. Los cambios políticos también entran en esta clasificación, como la revolución Gloriosa de 1688 en Inglaterra¹⁴ y la reunificación alemana en ésta década. Otras causas reales son los períodos de buenas y malas cosechas, la reactivación de inversiones en innovaciones de diversos productos como transportes, comunicaciones, rutas comerciales, medios de producción, etc¹⁵. Estos desplazamientos reales pueden tener efectos monetarios como los descubrimientos de yacimientos de oro y plata o petróleo que afectan las relaciones de precios en el mercado entre monedas y mercancías. Los factores monetarios se refieren a aspectos técnicos, como conversiones de deuda, cambios en la denominación de la moneda, en el tipo de cambio. Es decir eventos que alteran el flujo de efectivo de las transacciones financieras.

La inestabilidad también se ve propiciada por factores estructurales como explica Martin Wolfson¹⁶. El ejemplo que utiliza es el marco regulatorio que regía a los bancos norteamericanos durante la Gran Depresión de 1929 y que no les permitió adaptarse a un entorno económico dinámico.

¹⁴ Kindleberger Charles. Historia Financiera de Europa. Op.cit. pag 368-369.

¹⁵ Kindleberger Charles. Ibid. pag 368-369.

¹⁶ Wolfson, Martin "The causes of financial instability" Journal of Postkeynesian Economics. Vol 12, No. 3, Spring 1989, pag 338-344.

La naturaleza de los desplazamientos varía de un auge a otro. Pero siempre son lo suficientemente grandes y negativos como para alterar, desde el punto de vista económico, las oportunidades de inversión creando mayores ganancias potenciales, al menos en un sector importante de la economía. Los inversionistas desean aprovechar éstas oportunidades de mayores rendimientos en los proyectos de inversión impulsando así una fase expansiva o auge.

2.2 Manías especulativas

En el auge los participantes más activos son los especuladores. Los inversionistas dejan el dinero en efectivo o se endeudan para comprar activos financieros poco líquidos o reales, para aprovechar las nuevas oportunidades de inversión que producen los desplazamientos. De esta manera inicia el proceso que Kindleberger llama "manías especulativas"¹⁷.

El crédito bancario se expande para financiar éstas compras de activos. Se incrementa la oferta de medios de pago de los bancos que existen en el sistema y se complementa con la creación de nuevos bancos y de nuevos instrumentos. De esta forma, el factor especulativo da un carácter de dinámica constante al sistema de pagos.

Para Kindleberger la respuesta excesiva del mercado a las nuevas oportunidades de inversión involucra cierta actitud "irracional" de los inversionistas. Esta actitud se refleja en el sentido que el autor da al término

¹⁷ En el pánico se da el efecto inverso, se sustituyen activos reales o financieros por dinero en efectivo, y se pagan deudas causando un desplome en los precios de mercancías, casas, edificios, tierras, acciones, bonos o de cualquier otro tipo de bien que haya sido el objeto de la especulación.

"manfas"¹⁸, que define como la pérdida de contacto con la realidad (racionalidad) y que presagia el surgimiento de la tensión y de la crisis.

En principio, el público de forma individual reacciona siempre racionalmente. Desea aprovechar al máximo las oportunidades de mayores ganancias, por lo que busca participar en los nuevos proyectos de inversión. El volumen de crédito que financian éstas inversiones tiene una relación circular con la producción; estimula la expansión de la actividad productiva y ésta requiere, a su vez, de más préstamos para crecer. Sin embargo, hay que considerar que a pesar de que la oferta de medios de pago es una variable endógena¹⁹, no crece al ritmo de la expansión económica. En cambio, es la velocidad de circulación de los medios de pago²⁰ la que tiende a incrementarse. Si todos los agentes reaccionan individualmente de la misma forma -racional-, ésta respuesta sobre el crédito y los medios de pago se vuelve excesiva -irracional-. Así se convierte en una "manfa", conforme se va perdiendo el contacto con la realidad y los inversionistas van cayendo en lo que Kindleberger denomina "falacia de composición"²¹. En este proceso, los especuladores e inversionistas piensan que obtendrán cada vez más ganancias, y la euforia por invertir se contagia en toda la economía de esta forma, tanto las expectativas como las oportunidades de inversión van disminuyendo.

¹⁸ Kindleberger C., Manias, Panics and Crashes, Op. cit. pag. 25

¹⁹ Se considera que una variable es endógena cuando responde a los cambios que suceden dentro del sistema.

²⁰ Definida como la rotación del dinero respecto al PNB.

²¹ Esta falacia consiste en que en ciertos momentos el "todo" es distinto de la suma de sus partes, por lo que se supone que el total no se comporta igual que las partes. Ver Kindleberger C., Manias, Panics and Crashes, Op. cit. pag. 28; Wolfson, Martin "The causes of financial instability". Op. cit. pag 334-336.

En el análisis de Minsky²² la inestabilidad también inicia con un desplazamiento, que aumenta la confianza y motiva expectativas (especulativas) sobre la prosperidad de las inversiones, propagando el optimismo en el sistema. Las instituciones financieras en estas circunstancias, a diferencia de lo que harían en épocas normales, aceptan estructurar sus pasivos disminuyendo su liquidez, por lo que toman posiciones especulativas.

En resumen, la especulación se desarrolla en dos etapas. La primera es una fase de respuesta moderada de los distintos inversionistas (familias, empresas, etc) a los desplazamientos en un marco racional. En la segunda etapa, las ganancias de capital toman el papel central, aceleran las manías o el deseo de mayores rendimientos, y se convierten en una respuesta irracional. Conforme la especulación sobre un bien se extiende al resto del mercado, la respuesta especulativa aumenta y con ella la probabilidad de crisis ante cualquier eventualidad que cause incertidumbre o tensión (distress) en el sistema financiero. En esta fase de manías es importante considerar sobre que bienes se especula y como se comportan los especuladores.

- Objetos de Especulación

La especulación se realiza sobre una lista interminable de diversos objetos, no son siempre los mismos en cada etapa especulativa ²³, pero los más comunes

²² Ver Minsky, Hyman "The Financial Instability Hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy", Op. cit.

²³ Kindleberger propone una lista tentativa de los objetos de especulación que se han presentado en múltiples crisis a lo largo de la historia. Ver Kindleberger C., Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 45-46.

son: valores mobiliarios, títulos nacionales o extranjeros, mercancías de importación o de exportación, bancos de reciente creación, compañías aseguradoras, mercados de divisas, centros comerciales, fondos de inversión, préstamos a países, mercados de dinero, energéticos, valores a futuro de productos agrícolas, etc.

- Especuladores

La especulación se entiende -en términos de Keynes- como "la actividad de prever la psicología del mercado", en cambio la empresa o espíritu de empresa se llama a la tarea de prever los rendimientos probables de los bienes" ²⁴. Un especulador es entonces "el que hace fortuna apostando correctamente al viraje del mercado. Toma una posición larga (compra valores a largo plazo) cuando espera que aumente el precio de los valores, o bien una posición corta (corto plazo) cuando espera que disminuyan" ²⁵.

Kindleberger distingue dos tipos de especuladores: los "permanentes" y los "no-permanentes" o "externos", aunque en ambos grupos participan todos los agentes económicos: gobierno, empresas consumidores y los propios intermediarios financieros. Los permanentes son un grupo de expertos en el ramo, su presencia es más o menos estable en el mercado, compran el objeto de especulación cuando su precio es mínimo y así lo empujan a subir, cuando éste llega a un tope máximo lo venden obteniendo grandes ganancias propiciando nuevamente la caída del precio.

²⁴ J.M. Keynes citado por Minsky Hyman en Las razones de Keynes Fondo de Cultura Económica, México, 1987, pag 131.

²⁵ J.M. Keynes citado por Minsky Hyman en Ibid. pag 131.

El grupo de los "no-permanentes" o externos es mucho mayor en número que el de los "permanentes", está compuesto por gente ordinaria que posee poca información y poca preparación financiera. Se caracterizan por que casi siempre llegan tarde al mercado, compran cuando el precio esta en su tope y comprenden tardíamente la necesidad de que éste baje, vendiendo cuando ya se ha desplomado. Es decir, pierden lo que el grupo de los permanentes gana; al tener pérdidas monetarias se retiran momentáneamente del mercado pero existe siempre la posibilidad de que entren otra vez.

Como especuladores profesionales, el grupo de los permanentes desestabiliza el sistema exagerando la magnitud de los aumentos y los desplomes de los precios. En cambio, los especuladores externos son víctimas de la euforia que sufren del contagio especulativo tardíamente. Cuando los especuladores no son el grupo que predomina en el mercado no causan inestabilidad. Como dice Keynes "pueden no hacer daño cuando son sólo burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación" ²⁶.

En la segunda etapa de la especulación, cuando la respuesta del mercado es irracional y ya se han contagiado los dos tipos de especuladores, el espíritu de empresa se contrae. Con cualquier factor o desplazamiento que quiebre la confianza en el sistema de pagos se puede desatar el pánico financiero que conduce a la crisis. Este desplazamiento puede estar implícito en el proceso especulativo; por ejemplo, en la percepción de expectativas negativas, alentadas por los mismos

²⁶ J.M. Keynes citado por Minsky ,Hyman en Ibid, pag 131.

especuladores. Individualmente los especuladores toman una actitud racional al tener la esperanza de poder vender antes del derrumbe de precios. Pero en conjunto, esta medida comprueba la "falacia de composición": no todos pueden lograr su objetivo - de realizar la venta- al mismo tiempo, sin contribuir a la ruina general que provoca el desplome de los precios.

Para Kindleberger lo interesante del fenómeno, es observar como la participación de los dos grupos de especuladores consigue dar a las crisis financieras cierta periodicidad, los recuerdos de corto plazo -sobre las crisis - se hacen tan imperfectos, que se olvidan las pérdidas inmediatas anteriores, mientras que las memorias de largo plazo afectan el comportamiento del mercado y las políticas gubernamentales aún 50 o 100 años después²⁷. Un ejemplo es el de la inflación alemana de 1920 y 1923 ²⁸ que se sigue tomando en cuenta en la actualidad para prevenir su resurgimiento. Pero siempre habrá inversionistas que a pesar de que pierdan seguirán participando en los procesos especulativos

2.3 Endeudamiento

Como se mencionó, los especuladores se endeudan para financiar la compra de activos. Sin embargo, la disponibilidad de crédito no crece al ritmo de la demanda, porque depende de múltiples factores como el nivel de ahorro de la economía, la tasa de interés, la estabilidad política, el ingreso nacional, etc. Por lo que en cierto momento, el crédito se encarece y es insuficiente. La fortaleza

²⁷ Ver Minsky H., "The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy", Op. cit..

²⁸ Kindleberger C. Historia Financiera de Europa. Op. cit. pag 370.

financiera de los especuladores se deteriora conforme crece la dependencia del crédito, al punto en el que su deuda se tornará revolvente, es decir necesitarán deuda nueva para pagar la vencida, comprometiendo su liquidez futura. Como dice Wolfson, "la deuda de los especuladores se incrementa en proporción a las acciones o activos, se acorta su plazo de maduración y tienen cada vez menos liquidez. Tienen que destinar, por lo tanto, más dinero -de sus utilidades presentes- para pagar sus obligaciones"²⁹.

Conforme disminuye la liquidez de las empresas, también se reduce su capacidad para financiar con recursos propios proyectos de inversión. Se percibe además que las utilidades esperadas tampoco serán suficientes, ya que las actuales se destinan a pagar la deuda.

Las empresas recurren a los bancos buscando financiamiento. En principio, cuando las expectativas son positivas, les otorgan créditos ampliamente e inclusive toman posiciones financieras riesgosas³⁰, por lo que también disminuye su liquidez disponible. Este proceso continua hasta que llega el punto en el que los bancos no son capaces de otorgar el financiamiento que los especuladores buscan y el crédito se encarece por ser escaso.

Los agentes -inversionistas, bancos y especuladores- venden sus activos tratando de conseguir la poca liquidez que hay en el mercado. Pero como ésta es

²⁹ Ver Wolfson, Martin, "The cause of financial instability" Op. cit.

³⁰ Algunas posiciones financieras son riesgosas cuando los pasivos totales son mayores a los activos, o cuando las obligaciones tienen un plazo de vencimiento menor que los activos.

escasa, se acelera la caída del precio de los activos. La situación se agrava para los bancos cuando algunos agentes, al ser insolventes, no cumplen con el pago de su deuda y en consecuencia se reduce aún más su liquidez. Los bancos darán crédito sólo a sus mejores clientes, los fondos son caros, inciertos y muy volátiles, por lo que no serán costeables por mucho tiempo.

2.4 Tensión

Cuando los agentes que participan en el sistema financiero están altamente endeudados cualquier eventualidad -desplazamiento- puede causar "tensiones" en las condiciones del sistema. Si esta tensión afecta la confianza en el sistema, la euforia especulativa puede convertirse en una crisis financiera.

La tensión es un desplazamiento con efectos negativos en el crédito, que amplía sobre todo la incertidumbre sobre el futuro del sistema. Pueden ser de naturaleza real, monetaria e inclusive política. Por ejemplo, la falta de credibilidad en un régimen gubernamental que debilita la desconfianza en el porvenir financiero y en consecuencia propicia la especulación. Otro ejemplo es la salida de capitales al exterior, que restringe la liquidez interna y es provocada por diversos factores como: malas cosechas, restricciones monetarias en el exterior, políticas financieras en el exterior que resultan en el pago de intereses más atractivos, retorno de capitales a su país de origen, etc.

Para Wolfson existen dos tipos de desplazamientos o eventos sorpresivos importantes. Por un lado, las restricciones constitucionales impuestas por el gobierno para limitar la expansión del crédito. Por otra parte, una quiebra o un incumplimiento de pago debilitan profundamente la confianza del inversionistas

sobre la solvencia del mercado. El crédito se restringe porque la base de efectivo disminuye al mismo tiempo que la deuda y los pasivos no crecen. Se percibe el peligro potencial de que se desate el pánico, al dudarse si el efectivo disponible es suficiente para cubrir todas las demandas.

El período de tensión no siempre se sigue de pánicos y quiebras. Ejemplos de esto han sido la tensión causada en los últimos años en E.U.A. por la insolvencia del Central Bank y la quiebra del First National, que no terminaron en profundas crisis. Esto depende de que pueda recuperarse la credibilidad en la continuidad del sistema de pagos, mediante la intervención del prestamista último.

Entre la etapa de tensión y la del pánico puede pasar un período de tiempo indefinido, pueden ser días, semanas, meses, etc, como en el caso del desplome de la Unión Générale en Francia durante 1882, que se siguió por tres períodos de tensión separados uno de otro en julio, en octubre y en diciembre.

El tiempo que dura la etapa de tensión antes de desaparecer o de convertirse en una crisis depende de varios elementos, como de la existencia de un prestamista de última instancia y de factores psicológicos que afectan el comportamiento de los agentes, sobre los cuales no se puede generalizar ³¹.

2.5 Crisis

La fase de tensión se convierte en crisis por causas remotas o próximas. La especulación y la ampliación del crédito son ejemplos de causas remotas que

³¹ Kindleberger C., Manias, Panics and Crashes, Op. cit..

conducen de la tensión a la crisis. En cambio los motivos próximos inciden sobre la confianza, creando incertidumbre sobre la solvencia, tanto de los activos como de los agentes. En consecuencia, se acelera el deseo de cambiar activos por efectivo y se ve amenazada la continuidad del sistema de pagos. Una causa próxima es resultado incluso de un factor trivial, que contribuye a la disminución de los precios y revierte rápidamente las expectativas que antes eran optimistas, por ejemplo una quiebra, negar crédito a un deudor importante, una declaración política etc.

El resultado es una caída en los precios que alcanza a múltiples agentes económicos (empresas, familias, comercios, bancos, etc). Pero principalmente a los especuladores, que en gran medida se han apalancado con dinero ajeno. Todos se apresuran a conseguir efectivo y tratan de liquidar sus deudas.

Esta actitud racional en gran escala, presiona aún más los precios a la baja y restringe con mayor severidad los créditos bancarios. Las quiebras por falta de liquidez se extienden abarcando desde comercios hasta bancos. Se desata una rápida estampida en busca de más efectivo y todo este proceso se acelera aún más.

Kindleberger distingue como síntomas de una crisis: fraudes vinculados con la aparición de quiebras y la caída de precios del objeto de especulación que llega a otros activos. Pero la característica principal es la prisa por liquidar deudas y valores, ante la conciencia clara de que no existe dinero suficiente para que todos hagan efectivos sus valores. Esta parte del proceso Minsky la identifica como la

etapa de "aversión"³² de los intermediarios financieros para seguir ampliando créditos sobre garantías en bienes o valores.

Kindleberger remarca lo importante que es distinguir entre el concepto de "colapso" y el de "pánico"³³ en la etapa de crisis. El término colapso (crash) se refiere al desplome en los precios de los activos, o a la quiebra de un banco o empresa importante en el sentido de que sus repercusiones se sienten en toda la economía. El pánico en cambio, expresa la idea de un miedo repentino, exagerado, sin causa aparente, ocurre en los mercados de activos involucrando la búsqueda de mayor liquidez.

Una crisis financiera involucra tanto al colapso como al pánico sin importar el orden. Sin embargo, el proceso se encierra en un círculo vicioso por la interrelación que hay entre precios, solvencia, liquidez y demanda de efectivo. Primero, la disminución en los precios involucra la pérdida de valor del colateral sobre el cual se dan los créditos. Los bancos tratan de liquidarlos cambiando créditos por efectivo y se niegan a dar nuevos créditos hasta que la situación se revierta. Por su parte, los agentes se ven obligados a deshacerse de sus activos: los comerciantes venden mercancías, las familias valores y acciones, la industria pospone el aumento de la producción financiado por préstamos y todas estas reacciones producen una baja mayor en los precios. La situación se complica con las grandes quiebras de comercios y empresas porque se dificulta la recuperación

³² En inglés el término que usa Minsky es "revulsion", expresa una reacción fuerte en contra de aceptar bienes y valores como colateral que lleve a los bancos a ampliar los préstamos. A principios del siglo XIX se le conocía como "des crédito", pero Kindleberger considera ambos términos imprecisos. Ver Kindleberger C., Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 19.

³³ Kindleberger C., Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 113.

de muchos créditos bancarios. Por tanto, los bancos están cada vez más amenazados con la bancarrota. Los depositantes reaccionan frente al temor de las quiebras bancarias con pánico, por lo que retiran su dinero para tenerlo seguro³⁴.

La solvencia de los bancos se reduce aún más, y conducen a una liquidación mayor de créditos y de activos. Se llega a un momento crítico en el cual los comercios, industrias, inversionistas, bancos y familias tratan de vender sus activos aún y cuando les implique pérdidas. Consideran que el problema es solo en libros y tratan de subsistir con estas ventas. Esperan que los precios y el crédito se recuperen, pero la quiebra se hace inevitable sino interviene un prestamista de última instancia.

Las crisis también están ligadas a la base legal que tienen las transacciones. Existe la posibilidad de que realicen fraudes los administradores, empleados, accionistas o clientes de las empresas financieras que buscan ganancias. Cuando estos son numerosos pueden amenazar la solvencia del sistema bancario³⁵. El fraude vincula cierta mala interpretación y violación de la confianza en la que se basan las operaciones de crédito. Este puede ser motivado por factores como la inflación, que al afectar el presupuesto de los agentes que los induce a tomar riesgos.

Para Kindleberger el fraude esta determinado por la demanda. Cuando en el auge se crea riqueza, los agentes se hacen avariciosos, tienden a caer en manías

³⁴ Este efecto que se atenuó en E.E.U.U. con la creación del seguro federal de depósitos.

³⁵ La crisis bancaria que amenaza en la actualidad a los bancos de ahorro norteamericanos es en gran medida producto de múltiples fraudes millonarios a estas empresas.

especulativas y los defraudadores aprovechan este deseo de fortuna para enriquecerse. Así el fraude crece con la prosperidad y aún más en los momentos de tensión financiera, cuando los precios detienen su crecimiento y empiezan a caer llevando hacia la crisis.

Los fraudes propician el pánico y la duda del público sobre la liquidez de las instituciones financieras. Con esto aumenta la posibilidad de que haya más fraudes porque cada agente trata de salvarse así mismo -falacia de composición- y adoptan posiciones financieras especulativas, en las que el pago de intereses y de capital exceden al flujo de efectivo que pueden generar (efecto Ponzi)³⁶ volviéndose insolventes. Los deudores toman estas posiciones Ponzi cuando tienen cierto control sobre el precio de su deuda en el mercado, porque les permite financiarse con deuda revolvente³⁷. Un ejemplo de crisis propiciada por fraudes es la de 1857 en Nueva York "empezó con el descubrimiento de la malversación por un empleado, de la mayor parte de los dos millones de dólares que conformaban el capital de la Ohio Life and Trust Company de Nueva York. El banco había recibido préstamos de otros bancos neoyorquinos y estos de Gran Bretaña. Los títulos de los ferrocarriles se depreciaron y quebraron bancos en Filadelfia, Baltimore y Liverpool. El derrumbamiento se extendió a Escandinavia y Hamburgo."³⁸

³⁶ Minsky, "The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy", Op. cit.

³⁷ La deuda revolvente consiste en contratar deuda nueva para el pago de intereses.

³⁸ Kindleberger, Historia Financiera de Europa, Op. cit. p.375.

2.6 CONCLUSIONES

La Teoría del Ciclo del Crédito argumenta que la inestabilidad financiera es un proceso intrínseco al sistema financiero de una economía capitalista desarrollada.

Kindleberger parte del financiamiento a la inversión productiva para explicar la inestabilidad financiera. La inversión está motivada por oportunidades de mayores ganancias, resultantes de un desplazamiento externo. La euforia por aprovechar la oportunidad de mayores ganancias se extiende en el sistema, generando manías especulativas, que llevan a los agentes a sustituir dinero por activos poco líquidos. Ello conduce a una ampliación excesiva del crédito, pero su disponibilidad no crece al ritmo de la demanda, por lo que tiende a encarecerse y a ser insuficiente. Como los agentes, principalmente los especuladores dependen del financiamiento para hacer frente a sus deudas, su capacidad de pago se reduce cada vez más.

En consecuencia, llegará un punto en el cual los intermediarios financieros no otorguen el financiamiento que les demanda el mercado, porque éste es muy riesgoso y los agentes tienen dificultades crecientes para repagarlo.

Cuando todos los agentes económicos, así como los intermediarios financieros están altamente endeudados cualquier evento o desplazamiento externo puede causar tensiones, que amplían la incertidumbre sobre el futuro y aumentan la fragilidad del sistema financiero.

Cuando la tensión conduce a la crisis a consecuencia de un desplazamiento, se reduce el precio de los activos -particularmente el del activo objeto de especulación-, y se revierten las expectativas positivas de ganancias futuras.

En este contexto los agentes económicos tratan de vender sus activos para obtener la liquidez que les permita hacer frente a sus deudas. Kindleberger explica que ésta actitud en lo individual es racional, pero cuando todos los agentes tratan de vender sus activos al mismo tiempo, conducen a la falacia de composición, de forma que cada agente al tratar de salvarse así mismo conduce al desastre general.

Una vez iniciada la crisis, las quiebras se extienden, el pánico domina al sistema y amenaza con paralizar todos los canales de financiamiento ordinarios si no se inyecta liquidez al mercado. Kindleberger plantea dos alternativas para superar esta situación: se puede dejar que el mercado siga su curso sin control alguno, o existe la opción de que intervenga un prestamista de última instancia. Estas alternativas se analizan en el capítulo siguiente.

CAPÍTULO TERCERO: EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA Y LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Como han explicado Kindleberger y Minsky el proceso de inestabilidad es una característica inherente al sistema financiero capitalista. La fragilidad financiera que produce el endeudamiento excesivo de los agentes puede causar una crisis en el sistema de pagos, que para poder superarse necesitará de la intervención del prestamista de última instancia. Sin embargo, existe un debate sobre si el prestamista debe o no intervenir, de forma que cuando se presenta una crisis las autoridades monetarias tienen que decidir entre dos opciones: dejar que las fuerzas del mercado operen libremente en el sistema financiero o intervenir mediante el prestamista de última instancia.

A continuación se presentan los argumentos de quienes dicen que se debe dejar actuar la solución de mercado y los que están a favor de la intervención. En este último punto se comentan los dilemas a los que tiene que hacer frente el prestamista: a quién ayudar, cuándo y en qué medida. Asimismo, se evalúa la importancia del prestamista al considerarse la estabilidad como un bien público y la función de provisión de éste prestamista para evitar que la crisis se expanda y se repita por las mismas causas.

3.1 SOLUCIÓN DE MERCADO

Los economistas, monetaristas o no monetaristas, que no están de acuerdo en intervenir en el mercado cuando hay una crisis financiera, aseguran que el mal del pánico lleva consigo su propia cura. Lord Overstone, por ejemplo, afirma que "el apoyo al sistema no es realmente necesario ya que sus propios recursos

financieros son tan grandes que siempre habrá crédito para los que estén dispuestos a pagar una tasa de interés suficientemente alta³⁹.

Este planteamiento a favor del mercado libre se ha dividido en dos tendencias. La primera afirma que la crisis es el castigo que merece el mercado por haberse excedido en el pasado, es su propia retribución a la avaricia. La otra corriente afirma que "el pánico es una tormenta que va a limpiar el ambiente, purifica los elementos comerciales y financieros y tiende a restaurar la vitalidad, conduciendo a regularizar el comercio, la solvencia y la prosperidad"⁴⁰.

No obstante, la historia financiera muestra que aún y cuando las autoridades se niegan en principio a intervenir, se ven obligadas a hacerlo; como dice Kindleberger "las autoridades actúan en el mercado siempre en la misma dirección, para intervenir de una forma o de otra tratando de frenar el contagio de la deflación, las bancarrotas y la insolvencia bancaria"⁴¹.

Además, los estudios de Kindleberger muestran que en las crisis financieras aunque la tasa de interés suba desorbitadamente, no siempre hay dinero disponible.⁴² El problema surge porque se hace del conocimiento general que la cantidad de dinero es limitada y no crece al ritmo de la demanda; es decir, porque

³⁹ Ver Morgan, Victor, The Theory and practice of financial banking 1797-1913, Cambridge University Press 1943 pag 133.

⁴⁰ Cita tomada de Morier, Evans, The History of Commercial Crisis 1857-1858 and The Stock Exchange Panic of 1859, A. Kelley, New York 1969 en Kindleberger, Charles Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 139.

⁴¹ Kindleberger, Charles, Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 144.

⁴² Kindleberger, Charles, Historia Financiera de Europa. Op. cit. pag 377.

se hace explícita la insolvencia del mercado. La evidencia histórica muestra que en "los pánicos que finalmente se han superado con éxito, casi invariablemente se encontró una fuente de efectivo que aportó los recursos necesarios para la liquidación de activos, antes de que los precios bajaran a niveles ruinosos"⁴³. Lo que significa que los pánicos se superan gracias a la intervención de un prestamista de último recurso.

3.2 INTERVENCIÓN: EL PRESTAMISTA DE ULTIMA INSTANCIA

Otros teóricos como Kindleberger y Minsky, plantean la conveniencia de intervenir en la crisis para evitar que un pánico deflacionario aumente el riesgo de propagación de la insolvencia, que al contraer los créditos amenaza la supervivencia de las empresas que sólo tienen problemas temporales de liquidez.

No existe una forma específica para auxiliar al mercado cuando se presentan problemas de liquidez, por lo que las decisiones que se toman para intervenir son subjetivas. Con base en la experiencia se decide cuando intervenir, en que monto, a quién auxiliar y a quién no, etc.

Se han propuesto otras formas de intervención en una crisis, alternativas al prestamista último. Por ejemplo, detener la crisis y dar cierto margen de maniobra a los agentes financieros con pretextos para no cubrir una demanda excesiva y simultánea de retiros bancarios de los depositantes urgidos de liquidez. En la crisis de 1929 hay muchas anécdotas de bancos que se tomaron cierto tiempo para reembolsar depósitos, con la esperanza de que la situación se calmara.

⁴³ Kindleberger, Charles., Historia Financiera de Europa. Op. cit. pag 377.

Otra forma de frenar el pánico es cerrar el mercado financiero por algunos días, como sucedió en la guerra de 1914. Esta medida no es muy recomendable porque puede ser contraproducente agudizando el pánico, al cerrar el mercado hoy se puede agravar un pánico futuro, ya que la gente va a prever el cierre y va a retirar más aprisa sus depósitos mientras los bancos permanezcan abiertos. Una manera de disminuir estas repercusiones futuras es declarando vacaciones legales o días de asueto en todo el sistema, como se hizo durante el pánico de 1907 en Estados Unidos.

También se ha sugerido suspender el anuncio de la política bancaria y económica en momentos difíciles, (caída drástica de reservas internacionales, devaluaciones, etc), siguiendo la idea de "lo que no se sabe no hace daño". Asimismo, se puede recurrir a moratorias, seguros de depósitos, etc. La alternativa que elija se tiene que adecuarse a la situación del contexto político y económico en el momento de la crisis. Hay que tomar en cuenta que este tipo de medidas tienen un alcance limitado y no alivian el problema de fondo ya que el efectivo disponible sigue siendo el mismo monto, de manera que se tiene que complementar con la participación de un prestamista de último recurso que aumente la liquidez disponible en el mercado. Pese a estas alternativas, casi de forma general será necesaria la participación de un prestamista de última instancia.

Una vez explícita la necesidad del apoyo de último recurso en el sistema financiero, esta institución tiene que establecer criterios de decisión para cumplir con un doble fin: primero, ayudar a superar la insolvencia temporal de mercado, y segundo, evitar que la ayuda del prestamista propicie que los agentes financieros tomen posiciones riesgosas, al considerar que esta ayuda llegará con certeza siempre que se presente la insolvencia en el sistema.

Estos criterios de decisión se definen para determinar cuestiones básicas: sobre quién recae la responsabilidad, a quién ayudar, en que momento, de que manera, en que cantidad, etc; estas preguntas se han resuelto principalmente aprendiendo de los errores y con base en las primeras recomendaciones de política que adoptó el Banco de Inglaterra en el siglo pasado. Las primeras políticas de operación fueron sugeridas por Henry Thornton⁴⁴ y Walter Bagehot, y han servido de base para el funcionamiento del banco central y del prestamista último; de ellas se han desprendido los debates actuales sobre el tema, pero sin encontrar aún un consenso para su funcionamiento.

La forma en que la liquidez se transmite al mercado es una cuestión técnica; las opciones son tan amplias como las autoridades monetarias y el propio prestamista sean capaces de crearlas, pero el efecto final será un aumento de la cantidad de dinero en el mercado. Algunas alternativas son que el Banco Central amplíe el descuento de valores, las operaciones de mercado abierto o los préstamos directos; reducir el encaje legal o las reservas de capital, etc.

Es muy difícil saber cual es el la diferencia en el resultado de una crisis financiera cuando interviene o no un prestamista de última instancia. Desde 1720 a la fecha constantemente ha intervenido uno, aunque no siempre con eficiencia. Pero se considera, de forma general, que "el prestamista último disminuye las depresiones financieras que siguen a las crisis y sus consecuencias"⁴⁵. Sin embargo, Kindleberger no descarta la posibilidad de que si bien con un prestamista más activo han disminuido la profundidad de los pánicos y las depresiones, esto

⁴⁴ La obra principal de Henry Thornton es Enquiry into the effects of the paper credit of Great Britain (1802).

⁴⁵ Kindleberger, Charles Historia Financiera de Europa. Op. cit. pag 211.

también se puede deber a que los mercados tienen cierta capacidad de aprendizaje en base a sus experiencias pasadas.

Desde la publicación de "Lombard Street", (Inglaterra 1873) por Walter Bagehot, se hizo evidente la necesidad de que exista un prestamista último, capaz de satisfacer las demandas de liquidez en épocas de crisis, porque como afirma Thomas Joplin "la demanda de dinero en épocas normales y en períodos de emergencia son diametralmente distintas. La primera es una demanda para poner el dinero en circulación y la segunda para retirarlo de ella"⁴⁶, por lo tanto, debe existir una institución capaz de controlar su crecimiento.

En términos de Minsky, la importancia del prestamista de última instancia es mayor conforme aumenta la ponderación del financiamiento especulativo y Ponzi en el total. Es decir, se dependerá más del prestamista último conforme se fragiliza el sistema financiero. Este prestamista es el único que puede facilitar las condiciones para reestructurar la deuda, acercando al sistema a una posición financiera más equilibrada al ser la fuente original y última de efectivo en la economía. Cuando el prestamista último se tarda mucho en proporcionar esta liquidez, las crisis se pueden agudizar tanto que surgen "grandes depresiones" como en 1870 y 1930.

3.2.1 Quién tiene la responsabilidad del prestamista último

El prestamista de última instancia es la institución responsable de proveer de liquidez al sistema financiero para superar una crisis, cuando la insolvencia es

⁴⁶ Kindleberger, Charles, Historia Financiera de Europa, Op. cit. pag 378.

la característica general. A pesar de que es claro que se requiere del prestamista, no existe consenso sobre quien debe funcionar como tal, ni una regla precisa de su operación. Mucho se ha discutido desde el siglo XVIII si esta función de prestamista último es responsabilidad del banco central, el Tesoro o alguna otra institución del gobierno. Sin embargo, las conclusiones generales apuntan a que el banco central es quien debe de realizar esta función, por ser quien controla la emisión monetaria, que es lo que facilita la instrumentación de una ampliación de la oferta de dinero en circulación.

Desde Walter Bagehot, el siglo XVIII, bajo la idea de que el prestamista debe tener la capacidad de ajustar la circulación monetaria a las demandas de emergencia, consideraba que la institución más adecuada para cumplir con esta función era el Banco de Inglaterra, quien hacía las veces de banco central. Este era el banco más fuerte del país y contaba con el monopolio exclusivo de emisión, además de centralizar las reservas del sistema bancario ⁴⁷.

Por su parte, Henry Thornton contemporáneo de Bagehot, afirmaba que el banco central debía funcionar como prestamista de última instancia, porque cumplía con tres características básicas: ser la fuente última de liquidez, centralizar las reservas y tener responsabilidades públicas sobre el poder de compra del dinero⁴⁸. También aseveró que la propiedad que le daba el carácter de fuente última de liquidez era el tener el monopolio exclusivo de emisión del dinero.

⁴⁷ Ver Bagehot, Walter Lombard Street, Fondo de Cultura Económico.

⁴⁸ Ver Humprey, Thomas "Lender of Last Resort: The concept in history" Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, March/April 1989. Vol 75/2 pag 11.

El Banco de Inglaterra podía incrementar el efectivo disponible al ampliar los descuentos con los bancos o casas de descuento. Pero desde esa época se cuestionaba si esta no era más bien una responsabilidad del Tesoro, quien podía auxiliar al sistema financiero mediante la emisión de valores⁴⁹ que aumentarían la liquidez.

Con el tiempo esta responsabilidad fue adoptada por el Banco de Inglaterra. Primero por uso de la costumbre y después por una obligación legal decretada cuando se le reconoció como banco central. Su práctica se limitó al descuento, pero con el tiempo tuvo que aprender de los errores que cometió en cada crisis, para dar una ayuda más oportuna y eficiente, por ejemplo al establecer los criterios de elección de los valores descontables.

Otros autores establecen que esta responsabilidad también la pueden compartir otras instituciones públicas, particularmente el gobierno puede propiciar liquidez en el mercado mediante los llamados estabilizadores automáticos o mediante diversos mecanismos⁵⁰. Pero al no poder emitir dinero en efectivo, seguirá siendo necesaria la intervención del prestatario último.

Un ejemplo de la participación de otras instituciones en momentos de insolvencia es el caso de Francia, en donde a pesar de que el banco central intervino como prestamista último en algunas ocasiones como en la crisis de 1818;

⁴⁹ Estos valores finalmente serían pagados con billetes y monedas del banco central.

⁵⁰ McClamm, Warren *Fragilidad e Inestabilidad Financieras: las autoridades monetarias como prestatarios últimos*. *Monetaria*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Cempla, Vol IV, núm. 2, abril-junio 1981, pag 53.

en otras circunstancias, como en la crisis textil de 1828 se rehusó a dar éste apoyo, por lo que se buscó otra forma de aumentar la liquidez, mediante algunos créditos sindicados provenientes de distintos bancos.

En el resto del continente se practicó más la opción de crear fondos especiales, destinados a reforzar a las instituciones poco sólidas durante las crisis financieras; tal es el caso en Austria donde el Banco Nacional Austriaco, el Creditanstalt y el gobierno -las tres empresas más grandes del país- crearon un fondo común para dar créditos sobre valores sólidos y así hacer frente a la crisis de 1873.

En Estados Unidos, las crisis financieras del siglo XIX (1873, 1884, 1890, etc) se enfrentaron muchas veces con la emisión de sustitutos temporales de efectivo, con la certificación de créditos o restringiendo los pagos en efectivo. Por ejemplo, durante la guerra civil el Tesoro mantuvo la liquidez emitiendo valores, los llamados Greenbacks, que circularon temporalmente como dinero. Posteriormente la organización del sistema de la Reserva Federal, la responsabilidad recayó sobre el Banco de la Reserva, ya que posee el monopolio único de emisión de billetes y monedas, y centraliza las reservas del sistema bancario.

También se propuso que los bancos más grandes y rentables formaran una reserva suficientemente grande como para enfrentar demandas de dinero extraordinarias, y de no ser suficiente el fondo deberían aplicar sus utilidades de operación. Sin embargo, la cantidad de reservas que pueden juntar es limitada y no puede crecer cuando el sistema financiero esta contraído. En cierta forma sí pueden ayudar a los bancos débiles, pero cuando se contagien de las quiebras no

podrán ayudarse a sí mismos y tendrán que recurrir a una instancia superior que los pueda dotar de efectivo.

El Banco de la Reserva y casi todos los bancos latinoamericanos, que se crean posteriormente al banco central de Inglaterra, copiaron el modelo inglés, adaptándolas a las características de su sistema económico y financiero. De manera general, los han designado con el mismo tipo de responsabilidades, particularmente en lo que se refiere al prestamista de última instancia.

3.2.2 A quién ayudar

Al parecer la decisión de a quien ayudar parece ser muy lógica, pudiéndose abarcar a todas los agentes en problemas. Sin embargo, el establecer un criterio selectivo a este respecto es fundamental para evitar el "riesgo moral" que propicia la existencia de un prestamista último institucionalizado. Es decir, para evitar la toma de riesgos excesiva que realizan los agentes económicos cuando saben que siempre que se presente una crisis este prestamista auxiliará al sistema.

El prestamista tiene que operar de forma que la crisis no se propague, pero tratando de no beneficiar a los agentes que por su mala previsión llegaron a una situación de insolvencia. Debe considerar que su responsabilidad es con el mercado en general, con el bienestar de la mayoría, por lo que tiene que evaluar cuidadosamente a quién va a ayudar.

Minsky considera que esta decisión se debe tomar evaluando sí el problema de liquidez de los agentes es especial o sistemático. Como Thornton, Minsky afirma que sí el problema es sólo de una institución o empresa, el prestamista de

último recurso no debe dar su auxilio, sino que hay que dejar actuar la solución de mercado. En cambio, cuando el problema es sistemático, el banco central puede participar como prestamista último de tres maneras: dando el financiamiento requerido por los agentes en problemas, fijando los términos de financiamiento en el mercado a un nivel accesible e imponiendo barreras (regulaciones o legislaciones) para que no vuelvan a presentarse los mismos factores que causaron el desorden financiero.

Sin embargo, en algunos casos las pérdidas que ocasionan las quiebras de grandes bancos o empresas acreedoras arrastran consigo a la mayoría de los demás agentes económicos, por lo que el caso especial de una empresa puede convertirse en emergencia general. Algunos autores como Andy Brimmer⁵¹, reconocen que cuando quiebran algunas instituciones individuales o segmentos importantes del mercado por problemas de liquidez esto puede causar un daño mayor en el sistema financiero, lo que puede justificar la ayuda a instituciones individuales.

Como ni existe una regla de comportamiento precisa, este tipo de decisiones que toma el banco central de acuerdo a la crisis, le dan cierto poder discrecional para decidir que instituciones o empresas merecen la ayuda que solicitan, por lo que su objetividad en la elección esta siempre sujeta a críticas. Además, su eficiencia dependerá de la experiencia y capacidad de las personas que lo administren.

⁵¹ Brimmer Andrew, "Distinguished lecture on economics in government: central banking and the systemic risk in capital markets", *Journal of Economic Perspectives*, Vol 3, no.2, Primavera 1989, p.4.

Una forma de seleccionar quien merece su ayuda es determinando criterios de elección del colateral, entre los que resalta la idea generalizada de dar éste auxilio en términos desfavorables. La recomendación más utilizada ha sido la llamada "regla de Bagehot"(1873), que consiste en: "prestar libremente a quien presente un buen colateral cobrando una tasa castigada"⁵². Lo que significa ayudar a empresas solventes que tengan problemas de liquidez generados por la situación de pánico general. La condiciones son: que el problema de liquidez sea temporal, es decir que la institución en condiciones normales sea solvente y que su papel de garantía -colateral- sea bueno en condiciones normales.

3.2.3 Cuando ayudar y en que medida

Para saber cual es mejor momento en que el prestamista debe intervenir en la crisis y en que monto debe darse la ayuda, tampoco existe una recomendación precisa. La conclusión ha sido que "no se tienen mejores resultados por prestar mucho y muy pronto o que poco y muy tarde"⁵³.

Existen muchos mecanismos para ampliar la liquidez en el mercado, aumentar las facilidades para los descuentos o para realizar operaciones de mercado abierto, reducir los requerimientos de reservas, etc. Estos deben responder a las condiciones del mercado y de la economía en cuestión.

⁵² Morgan., Victor Op. cit. p 135.

⁵³ Kindleberger ,Charles Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 178.

Kindleberger afirma que la mejor regla "es que no hay regla" ⁵⁴. La solución es prestar libremente, por que si se retrasa mucho la intervención del prestamista último, la crisis puede convertir en malos aún los mejores activos, pero la solución descansa nuevamente en el poder discrecional del banco central.

El mejor momento para intervenir lo define Kindleberger como "detener el auge conforme esta creciendo, tratando de evitar que se precipite el pánico. Una vez que se presenta la crisis es importante esperar lo suficiente como para que las empresas insolventes fracasen, pero no demasiado como para que la crisis se extienda a empresas solventes que necesitan liquidez temporal" ⁵⁵.

Para Kindleberger la relación del prestamista último con el mercado de dinero, al decidir en que momento interviene y que colaterales se alegan a su criterio de elección, se asemeja a una relación propia de la teoría de juegos: "El prestamista quisiera conocer con certeza el movimiento de su adversario, pero ambos se ven obligados a actuar sin ese conocimiento" ⁵⁶.

En conclusión, el momento preciso y el monto de liquidez que necesita el sistema de pagos son también factores discretionales. Dependen del criterio del prestamista último y se perfeccionan con la experiencia y los errores cometidos.

⁵⁴ Kindleberger, Charles Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 176.

⁵⁵ Kindleberger, Charles Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 180.

⁵⁶ Kindleberger, Charles Historia Financiera de Europa. Op. cit. pag 381.

3.3 LA ESTABILIDAD COMO BIEN PÚBLICO Y EL RIESGO MORAL

La intervención del prestamista último involucra un dilema, como ya se mencionó, su participación implica la presencia del llamado "riesgo moral" -moral hazard-, pero no puede abstenerse de auxiliar al sistema porque podría generarse una quiebra generalizada y una paralización de la actividad económica.

3.2.1 El riesgo moral de la intervención

La presencia del prestamista último involucra un riesgo moral porque al garantizar que va a aportar la liquidez faltante siempre que ésta se necesite, propicia que los agentes financieros disminuyan su aversión al riesgo, se confían en que van a ser rescatados en caso de peligro y no toman provisiones. Al momento en que el prestamista aporta la liquidez faltante, esta ayuda difícilmente puede restringirse a quienes no son responsables de la crisis, o cobrarse a quienes tomaron posiciones más riesgosas. Por lo que el costo de la recuperación se distribuye por igual entre todos los agentes.

El prestamista último no puede dejar de contribuir al restablecimiento de los canales ordinarios de financiamiento sin que se profundicen la crisis y las quiebras. Pero este riesgo moral en que incurre disminuye la capacidad que tiene el sistema financiero para apoyarse en sí mismo y aumenta la posibilidad de que se presenten excesos especulativos, tensiones y pánicos con más frecuencia.

A pesar de este riesgo la intervención del prestamista en la práctica sí ha contribuido a superar las crisis y a evitar que se propaguen al resto de la economía. Esto lo comprueba Minsky en el análisis que hace de las crisis

incipientes de 1966, 1969-75, 1974-75 que no lograron expenderse, gracias a que intervino un prestamista último en combinación con una política fiscal que facilitó la inyección de dinero necesario para superar el pánico ⁵⁷.

También hay quienes opinan, que al parecer "la sola expectativa de que un prestamista último rescate al sistema, no necesariamente causa que la especulación sea mayor que su efecto positivo para calmar la ansiedad cuando hay un exceso de comercio" ⁵⁸, puede tener resultados positivos para propiciar la estabilidad del sistema financiero, aun y cuando exista el riesgo moral.

Si bien en momentos de crisis financiera la intervención del prestamista de último recurso es inminente, para evitar el riesgo moral y que el pánico se extienda, se debe mantener la incertidumbre sobre cómo, cuándo y a quién va a otorgar su ayuda.

3.2.2 La estabilidad como bien público

Se considera que la estabilidad del sistema financiero es un bien público ⁵⁹, en el sentido de que es indispensable para la sociedad, todos se benefician de ella, pero en lo individual ningún agente se preocupa por mantenerla.

⁵⁷ Ver Minsky, Hyman "The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy", op. Cit..

⁵⁸ Esta es la opinión de algunos economistas distinguidos de 1930, cuyo punto de vista ha sido reforzado recientemente. Kindleberger, Charles Manias, Panics and Crashes. Op. cit. pag 180.

⁵⁹ Ver Musgrave and Musgrave, Public finance theory and practice, McGraw-Hill, International Student Edition, 1983, pag 56.

De acuerdo a la teoría de los bienes públicos, se considera que un bien o servicio es producido por parte del sector privado cuando cumple con dos principios. Primero, se debe mantener el "principio de exclusión" en el que para consumir el bien hay que pagar por él, en caso contrario no se tiene acceso al bien. Segundo, el intercambio no se puede dar sin los derechos de propiedad y la propiedad requiere de poder excluir a los demás, de forma que lo que consume un individuo no lo consume otro sin dañar el beneficio del primero, es decir que el beneficio es interno al individuo.

En contraste, en los bienes públicos el mismo beneficio está disponible para todos sin intervenir con el de otros consumidores. Al considerarse como bien público la estabilidad que propicia la intervención del prestamista último existen externalidades positivas para todos los agentes.

De la estabilidad se benefician todos, incluyendo a los especuladores que sea responsables de la crisis o no hayan tomado previsiones. No se puede aislar a los especuladores, ni a ningún otro agente del beneficio de operar en el sistema financiero estable que propicia el auxilio del prestamista último. Tampoco se les puede cobrar por ella en forma precisa y justa. En gran medida, los agentes que pagan el precio de la ayuda a tasas castigadas están pagando por este bien, aunque éstos seguramente transferirán en el futuro el costo al último consumidor⁶⁰.

Con la estabilidad sucede lo mismo que con otros bienes públicos como: el alumbrado público, la seguridad social, la salud pública, etc, donde la

⁶⁰ Aunque el costo marginal de producir un bien público es cero, el costo total es positivo y debe cubrirse de alguna manera, esta determinado por facilidad de proveer el bien y alguien tiene que pagarlo. Ver Musgrave and Musgrave, *Public finance theory and practice*, McGraw-Hill, International Student Edition, 1983, pag 57.

responsabilidad no es propia de cada individuo, sino de otros, de la sociedad en su conjunto representada por el gobierno, nadie en particular los provee y sin embargo están accesibles para todos. Entre más aporte el prestamista de último recurso éste satisfactor a la economía, menos incentivos hay para que se procure privadamente.

En este sentido el prestamista enfrenta el mismo problema que un gobierno: se encarga de producir el bien, no puede cobrar directamente a los responsables y no puede aislarlos del beneficio que se genera. Pero tampoco puede abstenerse de proveerlo, ya que las consecuencias negativas sobre la mayor parte de la sociedad y sobre todo el sistema económico serían superiores.

3.4 FUNCIÓN DE PREVISIÓN

Tan importante como la función del banco central como prestamista de última instancia es el tomar medidas preventivas para evitar la presencia continua de crisis que obliguen a su intervención y cuyo costo tiene que cubrir la sociedad.

La relevancia de la función de previsión del prestamista ha sido remarcada por algunos autores como Minsky, quien ha observado que en un sistema bancario frágil en el que se presentan pánicos y crisis, como en Estados Unidos en 1969-70, 1974-75, etc., se han logrado evitar las crisis gracias a la aplicación de políticas fiscales combinadas con la exitosa intervención del prestamista de último recurso.

Algunos autores como Thornton y Bagehot ⁶¹ y posteriormente Thomas Humprey y Goodhart ⁶², destacan la importancia de la función de previsión del prestamista último: "el objetivo más importante del prestamista es prevenir disminuciones de la cantidad de dinero, inducidas por pánicos financieros, ya que se pueden reflejar como una depresión en la actividad productiva es decir que su función es más monetaria que bancaria" ⁶³. Este es una meta de corto plazo, a largo plazo debe procurar un crecimiento estable de la oferta monetaria, pero en los pánicos puede temporalmente operar como prestamista último.

Cuando un prestamista último ha actuado en las depresiones, casi de manera general éstas han sido menos profundas, pero cuando no ha intervenido rápidamente, como en Estados Unidos durante 1720, 1873, 1921 y 1929, las consecuencias posteriores a la crisis fueron más severas y prolongadas, como las "grandes depresiones" de 1870 y 1930.

Minsky considera que el banco central tiene que aumentar su relación con los agentes cuando toman posiciones financieras, para reducir el peso relativo del financiamiento especulativo y Ponzi en el sistema financiero a fin de evitar su fragilidad. Por lo tanto, la primera responsabilidad del banco es asegurar que el valor de los activos de la estructura financiera sea lo suficientemente alto como para que las empresas puedan financiarse con la venta de activos y que así la falta de liquidez se limite a ser una condición local y no general. Esto implica prever

⁶¹ Humprey, Thomas "Lender of Last Resort: The concept in history" Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, March/April 1989. Vol 75/2 pag 9-10.

⁶² Goodhart C.A.E., "Why do banks need a central bank?" Oxford University Papers 1987.

⁶³ Humprey, Thomas "Lender of Last Resort. The concept in history", Op. cit pag 15, pag 9-10.

la presencia de crisis futuras para que cuando se presenten no sean muy profundas y prolongadas, de forma que no requieran una ayuda amplia, que beneficie a todos los agentes responsables o no de la crisis.

Bagehot resaltando el concepto anterior, destaca "la importancia de que el prestamista permanezca alerta para poder aportar al mercado la liquidez oportunamente. Si ésta se da al inicio de la crisis puede crear la expectativa en crisis futuras de que existirá la ayuda y contribuya así, anticipadamente a detenerla" ⁶⁴.

3.5 PRESTAMISTA ÚLTIMO Y SECTOR REAL

Como se ha mencionado en los capítulos anteriores, el proceso de inestabilidad que puede conducir a las crisis financieras inicia con el surgimiento de nuevas oportunidades de inversión. Los sectores financiero y real se vinculan entre sí en el contexto de Minsky y Kindleberger, por medio de estas oportunidades que implican el financiamiento a una actividad económica que se traducirá en utilidades futuras para los inversionistas.

Dentro de una economía estable, esta relación de créditos para inversiones para obtener mayores utilidades futuras no representa ningún problema. Pero existen dos riesgos, que se presente un desajuste en el sector real y otro en el financiero. Considerando que tanto las empresas productivas como los intermediarios financieros buscan maximizar sus utilidades estarán dispuestos a correr estos riesgos.

⁶⁴ Humprey, Thomas "Lender of Last Resort: The concept in history" Op. cit. pag 15.

Pero conforme las nuevas oportunidades de inversión se concentran en un sector determinado y se va desarrollando un auge acompañado de manías especulativas; el endeudamiento creciente conduce a la fragilidad primero de las empresas y después del sector financiero, desarrollándose el proceso de inestabilidad financiera.

En el momento de la crisis financiera, la intervención del prestamista último podrá ayudar a recuperar la estabilidad en el sistema de pagos. Sin embargo, la política monetaria nunca podrá corregir o aliviar los desajustes generados en el sector real. Es decir, cuando existe una crisis en la actividad económica, que se acompañe de pánicos financieros, los efectos paliativos de la intervención de prestamista último sólo se sentirán en la esfera financiera, y para superar la crisis del sector real se tendrá que buscar otras alternativas, con efectos en el sector productivo.

Los desequilibrios en el sector real pueden presentarse debido a las características propias del producto o negocio del que se trate, ya que están también sujetos a procesos cíclicos en los que la política monetaria no tiene ninguna efectividad. Por ejemplo, cuando se invierte en un producto novedoso, como en el caso de las calculadoras, se tiene expectativas de utilidades crecientes ya que aun y cuando su precio sea elevado, el bien resulta muy atractivo; pero después de un tiempo en el que se difunde y aparecen otros productos más competitivos, su valor de mercado se reduce. Para que la empresa obtenga las mismas utilidades o más tendrá que invertir para mejorar el producto, reducir sus costos, buscar innovaciones, etc.

3.5 CONCLUSIONES

Desde el siglo XIX se ha discutido cual debe ser el papel del prestamista de última instancia. Se han presentado argumentos a favor de la solución de mercado, como castigo a sus propios excesos; en este sentido se afirma que siempre hay dinero disponible para el que este dispuesto a pagar una tasa castigada.

Sin embargo, Kindleberger argumenta que se han presentado crisis financieras en las que aun y cuando la tasa de interés se eleva desorbitadamente, no hay dinero disponible. Esto se debe a que la cantidad de dinero es limitada y no crece al ritmo de la demanda. La evidencia muestra, por lo tanto, que en crisis superadas con éxito ha participado un fuente última de liquidez.

Una vez explícita la necesidad del prestamista último, esta responsabilidad ha recaído sobre el banco central, por ser el que concentra las reservas del sistema bancario y tiene el monopolio de emisión de billetes y monedas. Asimismo, se deben establecer los criterios para decidir a quién ayudar, cuando y en que medida. Para ello se ha utilizado la Regla de Bagehot, prestar libremente a quien presente un buen colateral cobrando una tasa castigada. No obstante, Kindleberger afirma que la regla es que no hay regla, se debe prestar libremente antes de que los mejores activos se vuelvan malos y que quiebren las instituciones con problemas temporales de liquidez. El mejor momento para intervenir es detener el auge conforme está creciendo, tratando de evitar que se precipite el pánico.

La intervención del prestamista último involucra cierto riesgo moral, que propicia que las empresas tomen mayores riesgos al saber que intervendrá el prestamista en caso de crisis. Pero de no intervenir éste se cierran los canales

ordinarios de financiamiento y se pone en riesgo a todo el sistema financiero y económico. Por ello es importante que se mantenga cierta incertidumbre sobre el momento y tipo de auxilio que el prestamista va a otorgar.

La estabilidad financiera que propicia el prestamista de última instancia se considera como un bien público. No existen incentivos para que el sector privado la procure, no se puede privar a nadie del beneficio que genera, ni se puede cobrar específicamente a los responsables el costo de alcanzarla, pero es indispensable para mantener la continuidad en el sistema de pagos y en toda la economía.

Algunos autores han resaltado la importancia que tiene la función de previsión del prestamista en las crisis financieras. Thornton, Bagehot y Humprey afirman que el objetivo más importante del prestamista a corto plazo es prevenir disminuciones de la cantidad de dinero que producen los pánicos. A largo plazo debe procurar que el crecimiento de la oferta monetaria sea estable, aunque en los pánicos puede elevarla para operar como fuente última de liquidez. Adicionalmente, Minsky afirma que para prevenir crisis financieras se debe advertir que el peso relativo del financiamiento especulativo y Ponzi en la demanda de financiamiento no sea elevado.

En conclusión, de acuerdo a la historia financiera de las economías capitalistas desde el siglo XIX hasta hoy en día, la presencia de crisis financieras obliga a la participación del banco central como prestamista de último recurso; para poderlas superar tendrá que hacer uso de su poder discrecional con base en experiencias pasadas. Pero su responsabilidad no termina ahí, sino que debe establecer mecanismos de previsión para evitar que se repitan situaciones de crisis por la misma causa, y para que cuando se presenten no sean tan profundas y prolongadas como cuando el Banco Central no las ha anticipado.

CAPÍTULO CUARTO: MERCADO BANCARIO Y PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

Una vez que se ha argumentado que la inestabilidad financiera es parte inherente de los sistemas capitalistas desarrollados, y que es necesaria la intervención del prestamista de última instancia para recuperar la estabilidad en el sistema financiero, se comenta la importancia que tiene éste prestamista en el contexto actual en el que se desempeña la actividad bancaria.

En diversos períodos del presente siglo se han manifestado procesos de inestabilidad que han culminado en crisis financieras, mismas que han obligado a la intervención del prestamista de última instancia. El caso que más se ha estudiado es el de la Gran Depresión de 1929, aunque existen ejemplos más recientes, que en los últimos años de la década de los 80 y principios de los 90 han conducido a la quiebra de los bancos de ahorro en Estados Unidos, a causa del desplome del mercado de bienes raíces. En ambos casos la Reserva Federal tuvo que intervenir para evitar una crisis general en el sistema. Ello demuestra que a pesar de los esfuerzos del banco central, por prevenir y evitar las crisis financieras, sigue estando presente el riesgo de que la inestabilidad financiera conduzca a puntos críticos, constituyéndose esta como una característica inherente de los sistemas capitalistas desarrollados.

En la actualidad en el sistema financiero existe una intensa competencia, particularmente intermediarios financieros no bancarios participan ahora en negocios que eran antes exclusivos de los bancos. Esto ha motivado a los bancos a dejar su función tradicional de intermediación por otro tipo de operaciones más rentables como la bursatilización y la emisión de papel comercial. En

consecuencia, la función de previsión del banco central se ha hecho más compleja y el riesgo de inestabilidad ha aumentado y con ésta la necesidad de que exista un prestamista de última instancia.

En el contexto actual, en el que las tasas de interés son bajas -en relación a décadas pasadas- y con nuevos requisitos de capital, los márgenes de ganancias de las instituciones bancarias se encuentran deprimidos. En gran medida esta situación responde al hecho de que, los bancos tratan de elevar sus utilidades en un mercado que está saturado, con la participación de múltiples intermediarios. En este mercado es fácil entrar a competir, pero es muy difícil salir ya que la salida de un participante repercute en la credibilidad de ahorradores e inversionistas y altera la estabilidad en todo el sistema financiero. Ello dificulta la función de supervisión del banco central y limita los alcances de las medidas preventivas.

En este entorno, en el que predomina el espíritu de mercado y se cuestiona la intervención directa de instituciones como el banco central, es necesario replantear la importancia de la función de prestamista de última instancia y previsión de crisis financieras, ya que el riesgo de inestabilidad financiera sigue estando presente.

Considerando la importante función que desempeñan las instituciones bancarias en el sistema financiero su estabilidad continua siendo primordial para el sistema financiero. Los bancos son los principales receptores de depósitos, los principales inversionistas de deuda y tienen el monopolio de los medios de pago, aunque en opinión de Goodhart "puede ser que este monopolio esté llegando a su fin". Sin embargo, aún y "si el sistema bancario estuviera completamente divorciado del servicio de pagos los flujos -generados por corridas bancarias- entre

los bancos serían sumamente perjudiciales para la economía y se haría necesario el respaldo continuo de un banco central para impedirlos y, de ser preciso, reciclarlos"⁶⁵.

La intensa competencia que existe en el sistema financiero ha hecho que la administración de riesgos eficiente sea un factor clave para el éxito de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios. Sin embargo, en algunos sistemas financieros con alto nivel de desarrollo como el norteamericano, los bancos tienen limitaciones legales para enfrentar la competencia de intermediarios especializados, como los fondos del mercado de dinero que invierten en valores de corto plazo y pagan altas tasas de interés. Además, muchos bancos no tienen la capacidad para administrar los riesgos que implica esta competencia e inclusive, hay estudios⁶⁶ que muestran como algunos bancos europeos desperdician 1/5 de sus ganancias por no saber equilibrar adecuadamente sus activos con sus obligaciones.

Existen dos elementos adversos que se han combinado para poner en desventaja a las instituciones bancarias ante la competencia. Por un lado los avances tecnológicos, que han permitido a las empresas financieras no bancarias realizar la intermediación de dinero en una forma menos costosa que la operación tradicional de los bancos. Por otra parte, las políticas de desregulación financiera han permitido que empresas financieras especializadas accedan hasta el centro del negocio bancario, sin enfrentar los mismos costos que las regulaciones -impuestas por el banco central- representan para los bancos.

⁶⁵ Goodhart C.A.E., ¿Por qué los bancos necesitan un banco central? en Bendecky, León El papel de la banca central en la actualidad, compilación, Centro de Estudio Monetarios Latinoamericanos, Cemla, México 1991, p.56-57.

⁶⁶ "A Survey of World Banking" Revista The Economist, Mayo 2 1992.

En la década de los ochentas los bancos empezaron a perder competitividad, operaron con un exceso de capacidad que se reflejó en los malos rendimientos de los préstamos en relación a sus altos costos operativos. Al tratar de aumentar sus ganancias las instituciones de crédito han buscado negocios que representen el pago de comisiones y menos riesgos que los préstamos tradicionales. En consecuencia los bancos funcionan cada vez menos como bancos en el sentido tradicional: se alejan de las operaciones de captación y crédito que los caracterizaron por años y diversifican hacia otro tipo de servicios como la venta de seguros y productos de inversión.

Una función distintiva de la banca ha sido el monopolio del sistema de pagos, pero sí las autoridades reguladoras no garantizan su continuidad, estas instituciones procesarán cada vez menos cheques en las cuentas del mercado de dinero y conforme se debiliten las barreras para entrar al mercado, se reducirá su participación en el negocio financiero. De esta forma, se limitarían a la administración de la cartera de sus clientes, que tienen un valor fijo y no relacionado con el mercado como el de los fondos de inversión colectiva. Sin embargo como afirma Goodhart⁶⁷, en los bancos esta presente el riesgo de inestabilidad financiera motivado por la búsqueda continua de mayores ganancias, éste puede afectar a los canales ordinarios de financiamiento y hace necesaria la intervención del prestamista de último recurso. Aun, en las operaciones bancarias no tradicionales también se encuentra presente un riesgo importante de inestabilidad, y como la quiebra de un banco arrastra consigo la riqueza de miles

⁶⁷ Goodhart, *op. cit.*

de ahorradores, altera la confianza en todo el sistema financiero y propaga el riesgo de crisis, acentuando la necesidad de que intervenga el prestamista de último recurso.

Se han dado alternativas para evitar las crisis financieras con mecanismos como el seguro de depósito, regulaciones más eficientes, fortalecimiento de la supervisión y una administración adecuada de las instituciones.

Para entender el papel del prestamista de última instancia en el sistema financiero actual en esta sección se analiza: cómo la mayor competencia de intermediarios no bancarios y nuevos productos han llevado a la desintermediación bancaria, lo que dificulta -pero no hace menos importante- la función de previsión del prestamista último. Se mencionan algunas de las alternativas utilizadas para prevenir crisis financieras: seguro de depósito, regulación eficiente, supervisión y administración adecuadas de las instituciones, que complementan el papel del prestamista último. Por último se comenta como incide el nivel de autonomía del banco central en la eficiencia del prestamista de última instancia.

4.1 DESINTERMEDIACIÓN BANCARIA

La creciente competencia por la captación y colocación de recursos en el sistema financiero ha llevado a la continua innovación de instrumentos que propician cada vez más la desintermediación bancaria, de forma que esta es reemplazada por operaciones más rentables como la bursatilización de la cartera y el papel comercial.

La esencia de los bancos consiste en la intermediación de los recursos. Estos transforman los depósitos de los ahorradores -que son convertibles en dinero- en créditos que no son líquidos y que implican riesgos. El negocio consiste en tomar suficiente riesgo con los créditos para obtener una ganancia sin arriesgar su capacidad para pagar los depósitos cuando sean solicitados. Este equilibrio puede fallar de dos formas: cuando el incumplimiento de los acreditados hacen que el banco sea incapaz de cubrir las demandas de los depositantes (insolvencia) o cuando los depositantes hacen un retiro masivo (falta de liquidez). Cuando el desequilibrio de un institución se generaliza a otras inicia la crisis y el prestamista de última instancia debe intervenir.

Tradicionalmente los bancos compiten para captar ahorro del público con valores comerciables emitidos por otros intermediarios. Los valores no son líquidos porque los inversionistas tienen suficiente información sobre el emisor para poderles asignar un precio durante su plazo de vida y el riesgo de incumplimiento se refleja en el constante cambio del precio. El futuro de los bancos dependerá en gran medida en la rivalidad e interrelación que se mantenga entre las operaciones de intermediación tradicional y la venta de estos títulos, entre los que se incluye la bursatilización de las carteras bancarias.

Este mecanismo consiste en la venta de las carteras de crédito de los bancos en el mercado secundario. Generalmente se bursatilizan créditos a corporaciones bien conocidas con calificaciones de crédito determinadas, así como créditos estandarizados que se pueden supervisar en masa como los hipotecarios, los de automóviles y los otorgados a través de tarjetas. Los créditos no son el único activo que se puede bursatilizar, casi cualquier activo que tenga un flujo de caja confiable puede venderse. Los bancos consideraban que los créditos con grandes

márgenes, otorgados a empresas medianas y pequeñas, así como a particulares, permanecían en el balance, pero aún estos créditos no estandarizados están empezando a venderse.

Con este esquema los bancos transfieren el riesgo del crédito a un tercero y así evitan la necesidad de respaldarlo con capital y de supervisar la calidad del acreditado, lo que libera recursos para nuevos préstamos.

La bursatilización involucra la participación de compañías especializadas que compran los activos a los bancos para emitir certificados respaldados en estos activos. Casi siempre estos valores tienen una calificación de crédito triple A porque el emisor los sobre colateraliza, o porque compra protecciones mediante cartas de crédito o deuda subordinada. Sin embargo, también pueden ser objeto de especulación que produzca inestabilidad en el sistema financiero.

Muchos analistas financieros consideran que la bursatilización se impondrá sobre la intermediación tradicional porque el préstamo bancario es inherentemente más caro. Los costos de la banca son mayores porque requiere de especialistas y procedimientos determinados para supervisar el riesgo de incumplimiento de los acreditados y el repago de la deuda.

Los mayores costos que enfrentan los bancos se justifican cuando éstos pueden obtener información sobre los créditos de forma menos costosa que los inversionistas, quienes no tienen una relación directa con el acreditado, de lo contrario representan una desventaja para la institución.

Los avances en la tecnología han reducido el costo de obtener y de producir información en masa para los mercados de valores. Las agencias calificadoras de crédito realizan una función semejante al de las oficinas de crédito de los bancos para compañías que comercian grandes cantidades de deuda, con la ventaja de que se manejan en forma independiente al resto de los intermediarios, es decir sin representar un costo adicional para la institución.

Los inversionistas por su parte, están dispuestos a comerciar con paquetes de certificados de crédito porque así pueden calificar, en forma colectiva, el riesgo de incumplimiento sin tener que conocer la calidad crediticia de cada uno de los acreditados.

Los analistas pronostican que si la bursatilización de activos sigue avanzando, los bancos se convertirán en poco más que administradores de portafolios de fondos mutualistas y como cualquier fondo tendrán que dar valor a sus activos de acuerdo al mercado. Pero hay quienes afirman que el determinar los precios de esta forma también produce inestabilidad en el sistema, ya que no existen ningún incentivo para conservar los títulos hasta su vencimiento. Ello hace necesaria la presencia del prestamista de última instancia que permita recuperar la estabilidad en momentos críticos, pero se complica su mecanismo de intervención.

El colapso del mercado de "bonos chatarra" y la caída del valor de los créditos de algunos emisores de papel comercial han contribuido a debilitar el atractivo de la bursatilización de los créditos. Sin embargo, a finales de 1990 más de un tercio de las hipotecas norteamericanas se bursatizaron y casi la mitad de las hipotecas nuevas se empaquetaron en certificados respaldados por activos.

Se ha recurrido más a este instrumento desde que los Acuerdos de Basilea elevaron el precio del capital bancario y restringieron su oferta. Un ejemplo claro es el de Citicorp, la empresa privada que más ha bursatilizado activos en los Estados Unidos; desde 1984 ha emitido 65 billones de USD de certificados respaldados por créditos hipotecarios y en tarjetas. Esto le permitió mejorar su relación de capital al quitar activos del balance, al tiempo que le permitió conservar su posición de líder en la emisión de tarjetas de crédito.

De acuerdo a los analistas los bancos generalmente venden los créditos a empresas riesgosas con largos períodos de maduración y una cuarta parte de los compradores son empresas no financieras. De esta forma, se está borrando la línea entre intermediación y bursatilización, aunque no se reemplaza totalmente la importancia del crédito bancario. En la práctica, muchos bancos retienen parte de los créditos comerciables - y con esto parte del riesgo de la operación- para así asegurar a los compradores que continuarán monitoreando la calidad de cada acreditado.

Aunque la burzatilización ha sido un medio para transmitir el riesgo a un tercero, los bancos aún tienen muchos créditos poco líquidos en su cartera que no pueden valuarse en el mercado y que los pueden llevar a situaciones financieras críticas. Lo que acentúa la importancia de la supervisión bancaria.

Este tipo de operaciones también beneficia en parte al sistema bancario porque los bancos obtienen comisiones por otorgar cada crédito, además reciben los pagos de los deudores después de que el crédito se ha vendido y retienen parte del ingreso que se genera cuando el margen del crédito es mayor que el prometido al inversionista.

Por otra parte, el papel comercial representa una competencia aún mayor, ya que no depende de ninguna cuenta del balance bancario. En cambio su emisión sí reemplaza los créditos bancarios de corto plazo otorgados a empresas. Este instrumento surgió en la década de los 80's cuando la calificación de crédito se deterioró y las empresas importantes descubrieron que podrían reducir sus costos en los préstamos al obtener el dinero directamente del mercado de valores.

A finales de la década pasada, las empresas no financieras obtuvieron la misma cantidad de dinero del mercado de papel comercial que de los créditos otorgados por los bancos comerciales. Sin embargo, aunque este instrumento parece ser la forma más extrema de desintermediación bancaria, generalmente los bancos respaldan las emisiones de papel comercial con cartas de crédito, que son promesas de pago a los inversionistas.

De acuerdo al Comité Basilea y a diferencia de la bursatilización, el papel comercial emitido por los bancos sí requiere de capital que lo respalde, aunque el margen es mucho menor que para un crédito normal.

A pesar de que el proceso de desintermediación bancaria se profundice, los bancos siguen siendo el principal destino del ahorro. Sin embargo, este proceso implica que el banco central, en su función de previsión de crisis financieras, tiene que buscar mecanismos de previsión más eficientes, que incorporen los riesgos de los bancos en operaciones no tradicionales y de la participación de otros intermediarios financieros especializados en operaciones bancarias. En la práctica, para el prestamista último será más complejo resolver los dilemas de quién ayudar,

cuando y con cuanto. El cómo dar su ayuda será un factor clave, porque podría incluir o no a intermediarios financieros especializados que operan en la esfera bancaria sin precaución -obligatoria- en la toma de riesgos.

4.2 PREVISIÓN DE PÁNICOS FINANCIEROS

En la actualidad algunas autoridades monetarias coinciden en señalar, como se hizo desde los primeros debates en torno al apoyo otorgado por el banco central, que cuando las instituciones financieras saben que serán rescatadas descuidan sus colocaciones y asumen riesgos excesivos que propician la fragilidad del sistema financiero. Por lo que la alternativa consiste en prevenir el proceso de inestabilidad financiera para que no sea necesaria la intervención del prestamista de último recurso.

Como la confianza es un elemento central en la estabilidad y el funcionamiento del sistema financiero, tanto en las economías industrializadas como en las que están en vías de desarrollo, las autoridades financieras buscan la forma de prevenir los pánicos y mantener la confianza en el sistema de pagos. Entre las alternativas aplicadas destaca el caso del seguro de depósito, regulaciones más eficientes, el fortalecimiento de la supervisión bancaria y la administración adecuada de las instituciones.

4.2.1 SEGURO DE DEPÓSITO

En algunos países como Estados Unidos, las autoridades han tratado de preservar la confianza mediante mecanismos adicionales al funcionamiento del prestamista último, como el seguro de depósito.

Este mecanismo propicia la estabilidad en el sistema y protege a los ahorradores, pero su aplicación presupone la existencia de dos condiciones: que el sistema sea solvente y que tanto la reglamentación como la supervisión prevengan los problemas de solvencia y les den una solución eficiente. Cuando estas dos condiciones no se cumplen "el seguro puede crear distorsiones e inestabilidad potencial"⁶⁸ como en el caso de los tres mecanismos de seguro aplicados en Chile entre 1977 y 1988.

En Estados Unidos la red del Seguro Federal de Depósito ha sido un medio para prevenir la expansión de los pánicos financieros. Con el seguro de depósito, las autoridades reguladoras intervienen cuando el capital de un banco cae por debajo de los niveles establecidos. El apoyo se limita generalmente a instituciones de depósito y en circunstancias especiales se puede extender a otras instituciones financieras. La política consiste en una "acción coercitiva pronta" para evitar que los bancos insolventes permanezcan en el mercado, como pasó con la reciente crisis de los bancos de ahorro.

El seguro de depósito busca eliminar la idea de que una institución es "muy grande para quebrar", por lo que en adelante, no cubrirán depósitos que no hayan sido asegurados cuando un banco se declare en bancarrota, cuando no exista una forma más económica de disponer de los activos. No obstante, los teóricos conservadores han llamado la atención sobre el hecho de que cerrar un banco descapitalizado puede tener un mayor costo que el respaldarlo, ya que su liquidación puede hacer caer el valor de sus activos de tal forma que se destruya el poco capital que haya quedado en la institución.

⁶⁸ Marshall, Rivera, Enrique "El Banco Central como regulador y supervisor del sistema financiero" Boletín CEMLA, Centro de Estudios Económicos Latinoamericanos, Cemla, enero-febrero 1992, p.42.

Ambas afirmaciones muestran que aún no hay una norma sólida a seguir. Lo que es un hecho es que ha continuado la necesidad de que un prestamista último intervenga en las crisis, ya que el seguro de depósito en muchos casos como el de Estados Unidos, no ha obtenido los resultados esperados.

En opinión de los especialistas, "el seguro de depósito norteamericano ha contribuido a evitar problemas sistémicos graves en el sistema de depósito. Los depositantes asegurados y no asegurados no han sufrido pérdidas cuando ha habido quiebras. Pero también se han presentado efectos adversos: relajamiento de la disciplina del mercado; desigualdades de tratamiento entre los distintos depositantes o instituciones; altos costos directos e indirectos a los fondos de seguro de depósito, lo que ha llevado a incrementar sustancialmente las primas de seguro y la carga impositiva para los contribuyentes."⁶⁹ Además, los bancos solventes pagan al Seguro Federal la misma prima que las instituciones insolventes, por lo que no existen incentivos - en costo - para mantener una posición solvente.

Se piensa que el sistema federal del seguro de depósito bien administrado puede constituir una válvula de escape adecuada, porque puede ser un medio para sacar a los bancos insolventes del mercado antes de que afecten el presupuesto de los ahorradores y de las autoridades. En términos del mercado, bancario este significaría menos competidores pero más fuertes, por lo que la probabilidad de un pánico financiero sería menor y por lo tanto se necesitaría más de un prestamista último.

⁶⁹ Kelly, Edward, "Supervisión y salvamento de instituciones financieras: la experiencia de Estados Unidos" *Boletín del CEMLA*, Centro de Estudios Económicos Latinoamericanos, Cemla, enero-febrero 1992, p. 33.

4.2.2 REGULACIÓN

El monopolio sobre los instrumentos de pago que tienen los bancos da a la regulación del sistema una motivación que no es válida para otros intermediarios financieros. Esta función da a los bancos una característica de gran fragilidad.

Algunas autoridades reguladoras consideran que para reducir riesgos se deben sacrificar los beneficios que representa el libre mercado, lo que ha llevado en Europa a discutir sobre lo que llaman "Reregulación", buscando una reglamentación más eficiente. En contraste, en los Estados Unidos, donde los bancos principalmente los de ahorro han enfrentado serios problemas, el Congreso se ha rehusado a ampliar sus facultades.

En opinión de algunos analistas la banca puede funcionar con seguridad y libertad, siempre que las autoridades cierren los bancos débiles antes de que sus problemas financieros afecten el presupuesto de los depositantes y del gobierno. Regulaciones inadecuadas como requerimientos de encaje altos y mal remunerados, canalización obligatoria de crédito, imposición de tasas menores a las del mercado, también propician inestabilidad.

De esta forma, se puede considerar como un acierto la introducción de los estándares internacionales de capital en los Acuerdos de Basilea, que fijan 8 USD de capital respaldando cada 100 USD de crédito (actividades menos riesgosas tienen menos peso).

Estas medidas propician la existencia de reservas para encarar dificultades financieras y ayudan a limitar la competencia sin sentido por aumentar los créditos

a bajo costo a deudores poco confiables. Pero también tiene implicaciones serias para la operación de los bancos, ya que su capacidad para otorgar préstamos se reduce y el capital se convierte en un bien escaso. Es decir, los Acuerdos de Basilea han contribuido también a reducir el ritmo de crecimiento de los créditos y a elevar su costo.

Algunos analistas consideran que este tipo de políticas reducirá la tendencia de los bancos débiles a tomar posiciones riesgosas, y con esto se reducirá la necesidad de que intervenga un prestamista de última instancia que provea de liquidez al sistema.

Para los Bancos Centrales los requerimientos de capital resuelven dos problemas importantes. Por un lado, han contribuido a detener la caída de la relación del capital con los créditos que por décadas se ha presentado en todo el mundo. Por otra parte, constituye un medio para proteger a los ahorradores al absorber pérdidas cuando los créditos se hacen malos.

Sin embargo, esta medida también ha provocado en una competencia desleal entre bancos, como en el caso de los japoneses que han elevado su participación en el mercado respaldando sus créditos con poco capital y elevando en consecuencia, su fragilidad financiera y su propensión a crisis financieras.

Los acuerdos de Basilea también han sido criticados, señalando que las proporciones de capital entran en conflicto en sí mismas, ya que tienen poco que ver con el riesgo del mercado y pueden impulsar a los bancos a valorar los riesgos que toman de forma incorrecta, al buscar la forma de darle la vuelta a la reglamentación. Un banco urgido por obtener ganancias que sea propenso al riesgo tendrá incentivos para prestar a empresas poco sólidas.

Asimismo, estos Acuerdos han elevado el entusiasmo de los bancos por prestar a actividades que estén catalogadas como poco riesgosas. Esto no representará problema alguno mientras el riesgo permanezca tan bajo como se ha considerado, pero puede salirse de control con cualquier cambio en el entorno. De esta forma se explica el crecimiento de operaciones con swaps y opciones, que requieren menos capital que otras transacciones más tradicionales. Algunos analistas consideran que los banqueros no entienden completamente el riesgo que involucran este tipo de instrumentos, por lo que esperan que eventualmente las autoridades les impongan requerimientos de capital más elevados.

Requerimientos de capital más elevados no garantizan la seguridad de los bancos, ya que muchos de los bancos que fracasaron en años pasados elevaron sus estándares de capital en sus últimos balances. Pero existe una razón importante para considerar al capital como el centro de las regulaciones, ya que si se hubieran aplicado estos requerimientos en los bancos de ahorro norteamericanos cuando empezaron sus problemas, hubieran podido salir adelante reduciendo su tamaño en lugar de quebrar. Además, en general los bancos mejor capitalizados no son solamente más seguros sino también más rentables que los que no lo están.

Los Acuerdos de Basilea tienen varias virtudes que en opinión de algunos compensan sus defectos: controlan el crecimiento de los activos y propician que los bancos busquen la rentabilidad en sus operaciones, motiva a los gobiernos a supervisar a los bancos en lugar de regularlos restringiendo sus actividades y contribuyen de esta forma a prevenir procesos de inestabilidad.

4.2.3 SUPERVISIÓN BANCARIA

A principios de 1992, durante la Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, se enfatizó en repetidas ocasiones que para evitar los pánicos financieros "son imprescindibles las normas, la supervisión y el control" sobre el sistema bancario ⁷⁰.

En el caso específico de Chile en el decenio pasado la falta de control en el sistema financiero llevó a la intervención del prestamista último. Varios intermediarios incurrieron en problemas de solvencia a consecuencia de malas prácticas en sus colocaciones; el banco central tuvo que rescatar a estas instituciones para evitar que el pánico se extendiera. Se dieron préstamos de liquidez y subsidios como la compra de cartera de alto riesgo y de dólares para ciertos deudores, así como tasas de interés bajas. Estas operaciones representaron pérdidas cuasi-fiscales por 7 mil millones de dólares (29% del PIB de 1988). Las autoridades afirman que de haber existido supervisión y control adecuados en el sistema esto se hubiera evitado.

Para prevenir que se presente de nuevo un riesgo semejante la Ley de Bancos de 1986 establece un sistema de calificación de créditos y activos de los bancos. De esta forma, se refuerzan las atribuciones de la Superintendencia de Bancos.

La regulación y supervisión de los bancos se debe orientar a establecer medidas preventivas para evitar la toma excesiva de riesgos y la concentración de

⁷⁰ Herrera, Juan Eduardo "El papel de la Banca Central en los años noventa" *Boletín del CEMLA*, Centro de Estudios Económicos Latinoamericanos, Cempla, enero-febrero 1992, pág 24.

capital. Un aspecto medular en la supervisión es la existencia de normas y principios contables, para que las autoridades se puedan asegurar que la información proporcionada refleja fielmente la situación financiera de la institución. Otra medida preventiva es constatar que los intermediarios cuentan con capital humano con solvencia moral y profesional.

La conformación de grupos financieros en el nuevo entorno bancario dificulta la aplicación de una supervisión eficiente. De acuerdo a los intermediarios financieros que conforman el grupo, existe una autoridad responsable, pero estas autoridades se tienen que coordinar entre sí para realizar la función de supervisión, que en el contexto actual tiene un valor aún más estratégico para prevenir pánicos ya que la insolvencia se vuelve aún más contagiosa entre los integrantes del grupo. En el futuro, para que la supervisión sea eficiente se debe evitar que existan conflictos de responsabilidad entre las autoridades concernientes y que se sature de obligaciones inútiles a los intermediarios.

4.2.3 ADECUADA ADMINISTRACIÓN

La administración adecuada de las instituciones ha sido señalada como otro elemento importante para evitar riesgos. Un banco que tiene una administración deficiente, por un tiempo puede parecer exitoso y presentar altas tasas de crecimiento. Esto presiona al mercado, ya que el resto de los competidores ofrecen altas tasas de interés en sus operaciones pasivas para no perder competitividad. Asimismo, propicia que las instituciones relajen sus políticas en el otorgamiento de créditos a fin de abarcar mayor mercado.

En estas condiciones, es factible que a mediano plazo la cartera de los bancos se deteriore y que incluso algunos registren pérdidas que no quieran reconocer. En general, la fragilidad del sistema financiero es alta y ante cualquier eventualidad la insolvencia se extenderá rápidamente, haciendo necesaria la intervención del prestamista último.

4.3 AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL Y PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

Sí la desconfianza que genera la situación financiera de una institución se extiende en el sistema y ninguna de las medidas de previsión consideradas anteriormente evitan la propagación del pánico financiero, se tendrá que recurrir finalmente al prestamista de última instancia para asegurar la continuidad de los canales ordinarios de financiamiento y evitar distorsiones que afecten toda la actividad económica.

En el contexto actual se necesita replantear el papel del banco central y sus distintos objetivos. Ello implica entender la relación que éste banco mantiene con el resto de la economía. Se debe resaltar que todas las decisiones y políticas del banco central, aún en su papel de prestamista de última instancia, dependen en gran medida de su grado de autonomía respecto al poder ejecutivo y legislativo.

La independencia del banco central no es un problema legal, sino que esta determinada por las restricciones políticas y el grado en que exista acuerdo entre las metas de política económica, y en especial de la política monetaria. En los momentos críticos es indispensable que las metas y el banco central tenga la

flexibilidad suficiente para actuar con la rapidez necesaria, aunque esto implique dejar temporalmente los objetivos planteados.

El banco central es el banco de bancos, el agente fiscal del gobierno, el prestamista de última instancia y el supervisor del sistema financiero. La responsabilidad que asume como la principal agencia del gobierno para la ejecución de la política monetaria puede provocar que sus objetivos entren en conflicto, como en el caso del control de la inflación y la ampliación de la oferta monetaria en momentos críticos.

El banco central como el principal ejecutor de la política monetaria esta constantemente sujeto a presiones económicas y políticas; de su nivel de autonomía depende como pueda manejar estas presiones y la prioridad que de a sus objetivos.

En el caso de la Reserva Federal en Estados Unidos⁷¹ se argumento a favor de su independencia que los responsables de pagar la deuda pública no debían ser los responsables de acuñar la moneda nacional, ya que la tentación de vincularse en procesos inflacionarios es muy fuerte. Esto ha sucedido en muchas economías en vías de desarrollo donde el banco central emite la deuda pública y acuña la moneda, y que han enfrentado períodos de inflación creciente.

A pesar de tener independencia, el banco central no puede olvidar que "es inherentemente una institución del sector público, no solo en el cumplimiento de sus responsabilidades en cuanto a política monetaria y supervisión financiera, sino

⁷¹ Banajian King et al., Independencia de la Banca Central: Una comparación internacional, en Bendesky, León El papel de la banca central en la actualidad compilación, Centro de Estudio Monetarios Latinoamericanos, Cemis, 1991, p. 94-101.

también en el desempeño de su función tradicional como banquero del gobierno. Pero el grado en que el banco central sea independiente dentro del sector público puede constituir una gran diferencia en la política monetaria⁷². En términos del prestamista último lo importante en la independencia del banco central es la eficiencia con la que se resuelvan los dilemas que enfrenta en el momento de intervenir una crisis financiera para que su apoyo al sistema financiero sea oportuno y eficaz.

En el entorno financiero prevaleciente de continuo cambio, que se rige por el espíritu de mercado de búsqueda de mayores ganancias y creciente competencia, el papel del banco central como prestamista de última instancia no puede relegarse mientras que la inestabilidad financiera demuestre ser, como hasta ahora, un parte inherente del sistema capitalista desarrollado.

4.4 CONCLUSIONES

El entorno de mayor competencia en el mercado bancario ha propiciado la constante innovación de instrumentos e intermediarios no bancarios, que han elevado su participación de mercado a costa de los bancos. Por ello, los bancos buscan también formas nuevas para competir, de manera que esquemas como la bursatilización de créditos y la emisión de papel comercial han reemplazado en parte el crédito bancario tradicional.

Los bancos han optado por este tipo de alternativas porque son más rentables y les permiten reducir los costos de operación que les implica, en gran medida, la

⁷² Banaian K. op. cit., pag. 86

regulación a la que están sujetos. Cabe aclarar, que los intermediarios financieros no bancarios no enfrentan los costos que éste tipo de regulaciones representa para los bancos.

Aun cuando las operaciones no tradicionales y los intermediarios no bancarios tengan una participación de mercado creciente, los bancos siguen siendo el principal destino del ahorro familiar, los monopolizadores de los medios de pago y los comercializadores de deuda más importantes. Por ello la estabilidad del sistema financiero, particularmente por lo que se refiere a estos intermediarios es crucial.

El papel del Banco Central en su función de previsión constituye un elemento esencial para mantener la estabilidad del sistema de pagos, por lo que tiene que buscar mecanismos de supervisión más eficientes, que incorporen los riesgos de operar con instrumentos no tradicionales y la participación de otros intermediarios en el sistema financiero.

La presencia de intermediarios no tradicionales complica la intervención del prestamista de última instancia, ya que se vuelve más complejo resolver los dilemas -a quién ayudar, cuándo y con cuánto- a los que normalmente se enfrenta.

Se han propuesto alternativas para prevenir el proceso de inestabilidad financiera la creación de un seguro de depósito, regulaciones más adecuadas, supervisión más eficiente y una apropiada administración de las instituciones. Pero a pesar de estas medidas, en momentos de pánico financiero y crisis se puede requerir la intervención del prestamista de último recurso.

La eficiencia en las decisiones y políticas del prestamista último está en gran medida determinada por su grado de autonomía del gobierno. La independencia del Banco Central no es un problema legal, sino que se relaciona con las restricciones políticas y la consistencia que exista entre las metas de política económica, particularmente las de la política monetaria. Además no debe olvidarse que el Banco Central es inherentemente una institución del sector público, en el cumplimiento de sus responsabilidades de política monetaria, supervisión financiera y banquero del gobierno.

CAPÍTULO QUINTO: CONCLUSIONES

5.1. INESTABILIDAD FINANCIERA

Con base en las teorías de Minsky y Kindleberger, se ha podido argumentar que la inestabilidad financiera es una parte inherente al desenvolvimiento de las economías capitalistas desarrolladas, y que las crisis, a las que ésta inestabilidad conduce, se han superado mediante la intervención del prestamista de última instancia, al aumentar la liquidez disponible en el sistema financiero.

Las proposiciones teóricas de Kindleberger y Minsky explican como se genera el proceso de inestabilidad y argumentan que éste es un elemento presente en el comportamiento "normal" de los sistemas financieros capitalistas, lo que hace necesaria la intervención de un prestamista de última instancia para asegurar la continuidad en los canales ordinarios de financiamiento.

Ambos autores explican la inestabilidad como resultado de la ampliación excesiva del crédito generada por nuevas oportunidades de inversión, lo que incrementa la fragilidad del sistema financiero ante la presencia de cualquier evento adverso.

En la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera Minsky establece que esta situación es consecuencia de la cambiante relación entre deuda e ingreso. De esta forma al presentarse un factor adverso, que conduce al desequilibrio de las variables financieras, el endeudamiento excesivo de los agentes económicos genera incertidumbre, acelerando la búsqueda masiva y simultánea de dinero en efectivo para sustituir los activos. Esto presiona el precio de los activos a la baja,

iniciándose así el pánico y la crisis financiera, que hacen necesaria la intervención del prestamista de última instancia.

Kindleberger considera que la inestabilidad se produce intrínsecamente en el curso del ciclo de crédito. Este inicia con el financiamiento para inversión productiva, que al crear nuevas oportunidades de ganancias produce una ampliación excesiva del crédito, de forma que la presencia inesperada de algún factor adverso que cause un desequilibrio en las variables financieras puede conducir a la inestabilidad, al pánico y a la crisis del sistema financiero. De acuerdo con sus estudios sobre los ciclos de crédito, estos no tienen siempre la misma duración, ni la misma profundidad, pero sí se presentan continuamente en las economías capitalistas.

Como se puede apreciar, Minsky y Kindleberger coinciden en señalar que el proceso de inestabilidad inicia con factores que sacan a las variables financieras de su equilibrio, de forma que generan expectativas de mayores ganancias en los proyectos de inversión. Los inversionistas, al tratar de aprovechar esta oportunidad se endeudan y adoptan posiciones financieras más especulativas, propiciando con ello la fragilidad del sistema financiero.

Asimismo, Kindleberger afirma que la respuesta excesiva del mercado a las nuevas oportunidades de inversión involucra una actitud "irracional" de los inversionistas, la cual se convierte en una manía y presagia el surgimiento de la tensión y la crisis financiera.

Una vez iniciado el proceso de inestabilidad financiera, un factor externo que altere el equilibrio de las variables financieras puede conducir a la crisis al

crear expectativas negativas sobre el futuro de las utilidades y sobre la confianza en la continuidad en el sistema de pagos.

Para comprender este comportamiento capitalista inestable se debe entender la relación entre el flujo de efectivo y las diversas posiciones financieras: equilibrada, especulativa y Ponzi, tal y como las nombra Minsky. La posición financiera de los agentes económicos esta determinada por la estructura de pasivos, en relación a la capacidad de pago resultante del flujo de efectivo generado.

La importancia relativa de cada una de las posiciones financieras en la demanda por financiamiento determina la fuerza o fragilidad del sistema financiero. El financiamiento adicional estará disponible para aquellos agentes económicos cuyas utilidades actuales convaliden el crédito recibido en el pasado. Sin embargo, conforme la posición financiera de los agentes se hace más especulativa tendrán menor acceso a esos recursos.

Se considera que el sistema financiero es frágil cuando pequeños cambios en el flujo de efectivo, en las tasas de capitalización y en los compromisos de pago afectan la capacidad de las empresas para cumplir con el pago de sus deudas. Por lo que de acuerdo a Minsky, la fortaleza o fragilidad del sistema financiero depende de la interacción que haya entre inversión, empleo y la generación de utilidades, que se alteran junto con las variables financieras principalmente la tasa de interés.

El sistema financiero se hace más frágil conforme los inversionistas o los especuladores no obtienen el financiamiento requerido para convalidar sus deudas; en consecuencia, las posiciones financieras especulativas se agravan y muchos

inversionistas y especuladores se ven obligados a salir del sistema. Así inician las quiebras que pueden generalizarse y conducir a una crisis mayor; los canales ordinarios de financiamiento se cierran y se hace inminente la intervención del prestamista de última instancia, que generalmente es el banco central.

Una vez iniciada la tensión en el sistema financiero, se puede llegar a la fase de pánico financiero y crisis, o bien, puede restablecerse la estabilidad del sistema financiero con la intervención del prestamista de última instancia. La quiebra del banco First National en E.U.A. es un ejemplo en el que a pesar de la tensión no se llegó a la crisis, sino que se recuperó la estabilidad financiera gracias a la intervención del prestamista último.

De acuerdo con Minsky, para las empresas una crisis financiera representa el cierre de los canales ordinarios de financiamiento. Para evitar la quiebra, las empresas recurren a la venta de sus activos; pero como el mercado está deprimido y el precio de los activos cae ante el aumento de la tasa de interés, solo podrán realizar la venta asumiendo pérdidas. Sin embargo, de no restablecerse pronto la confianza y los canales ordinarios de financiamiento las empresas terminarán en quiebra.

Por su parte, Kindleberger afirma que en la historia financiera de las economías capitalistas desarrolladas, las crisis financieras se presentan siempre próximas a los puntos máximos del ciclo de crédito. En esta fase del ciclo aumentan las quiebras vinculadas a fraudes y se acentúa la caída en el precio del bien objeto de la especulación que afecta también a otros activos.

Las principales características del sistema financiero en el momento de la crisis son el pánico y el colapso en el precio de los activos. Ello resulta de la aversión de los intermediarios financieros para seguir ampliando el crédito sobre garantías de bienes o valores y de la prisa de los agentes económicos por liquidar deudas, ante la evidencia clara de que no existe dinero suficiente para que todos puedan cambiar sus activos por efectivo. Una vez iniciada la crisis, las quiebras se extienden en todo el sistema financiero y amenazan con paralizar los canales ordinarios de financiamiento, y con ello la actividad económica, si el prestamista último no inyecta liquidez al sistema financiero oportunamente.

De acuerdo a Kindleberger la afirmación de que "no es necesaria la intervención del prestamista último en momentos críticos ya que el pánico lleva consigo su propia cura", contradice la evidencia histórica financiera de las economías capitalistas. Ello se debe a que aun y cuando las autoridades se niegan a intervenir en una crisis financiera, al final han tenido que hacerlo ya que la estabilidad se alcanza con la ayuda adecuada y oportuna del prestamista último.

Además, Kindleberger señala que en la crisis financiera aunque la tasa de interés aumente desorbitadamente no siempre hay dinero disponible. Esto sucede porque los agentes económicos saben que la cantidad de dinero disponible en el sistema financiero es limitada y no crece al ritmo de la demanda, lo que hace explícita la insolvencia del sistema. Asimismo, afirma que la experiencia financiera de las economías capitalistas desarrolladas muestra que los pánicos financieros se han superado con éxito cuando ha intervenido una institución que opera como fuente última de efectivo, aportando los recursos necesarios para la liquidación de activos, antes de que la reducción del precio de los activos llegue a niveles ruinosos.

5.2 PRESTAMISTA DE ULTIMA INSTANCIA

Es muy difícil saber cual es la diferencia en el resultado de una crisis financiera cuando interviene o no un prestamista de última instancia. La experiencia muestra que desde 1720 a la fecha ha intervenido un prestamista último, aunque no siempre lo haya sido de forma eficiente.

La depresión que generan las crisis financieras al cerrar los canales ordinarios de financiamiento para las empresas puede generalizarse y afectar a toda la actividad económica. Cuando un prestamista último ha actuado en situaciones de depresión, casi de manera general éstas han sido menos profundas que cuando no ha intervenido rápidamente, como en Estados Unidos durante 1720, 1873, 1921 y 1929, las consecuencias posteriores a la crisis fueron más severas y prolongadas, como las "grandes depresiones" de 1870 y 1930.

En términos de Minsky, la importancia del prestamista de última instancia aumenta conforme se eleva la participación relativa del financiamiento especulativo y Ponzi en la estructura de pasivos, es decir conforme aumenta la fragilidad en el sistema financiero. Este prestamista, al ser la fuente última de efectivo, es el único que puede propiciar las condiciones adecuadas para reestructurar la deuda y recuperar la estabilidad en el sistema.

No existe consenso sobre quien debe funcionar como prestamista último, ni una regla precisa de su operación. Mucho se ha discutido desde el siglo XVIII si esta función es responsabilidad del banco central; desde entonces, Walter Bagehot consideró que esta institución era quien debía asumir la función de prestamista

último, ya que este debería ser capaz de ajustar la circulación monetaria a las demandas de emergencia de liquidez.

El banco central debe asumir la responsabilidad del prestamista de última instancia porque cumple con tres características básicas: es la fuente última de liquidez al monopolizar la emisión de billetes y monedas, centraliza las reservas del sistema bancario y tiene un compromiso público para mantener el poder de compra del dinero.

El prestamista de última instancia otorga su apoyo bajo un criterio de selectividad para evitar que los agentes económicos tomen riesgos excesivos al saber que éste dará su ayuda en caso de que se presente una crisis financiera. Para decidir a quien ayudar se debe evaluar si el problema de liquidez es de una institución en particular o sistemático. Minsky afirma, como Thornton en el s.XVIII, que el caso de que el problema sea individual no se debe dar ayuda, sino que se debe dejar actuar al mercado. En cambio, cuando el problema es sistémico, el prestamista debe intervenir otorgando el financiamiento requerido por las instituciones en problemas, fijando los términos del financiamiento en el mercado a un nivel accesible. Asimismo, deberán tomarse medidas preventivas para evitar que se presenten de nuevo los factores que causaron el desorden financiero.

El apoyo a empresas individuales se justifica, de acuerdo con Brimmer, cuando las pérdidas que ocasionan la quiebra de alguna institución importante afecta a una gran parte de los agentes económicos, ya que de esta emergencia particular se puede derivar a una general.

El Banco Central otorga su apoyo, como prestamista de última instancia, a través de diversos mecanismos que le permitan ampliar la cantidad de dinero disponible en el sistema financiero siendo los más utilizados la ventanilla de descuento y las operaciones de mercado abierto. Sin embargo, el costo final del apoyo otorgado se repartirá por igual entre todos los agentes económicos, ya que al ser un bien público no puede cobrarse a un institución en particular.

Debido a que no existe una regla de comportamiento precisa para el prestamista de última instancia, este tiene un poder discrecional para decidir a quien ayudar, en que momento y en que cantidad, por lo que su objetividad esta siempre sujeta a críticas, y su eficiencia depende de la experiencia y capacidad de las personas que lo administran.

La recomendación más utilizada para tomar esta decisión ha sido la llamada "regla de Bagehot" (1873) que consiste en: "prestar libremente a quien presente un buen colateral cobrando una tasa castigada". Las condiciones son: que el problema de liquidez sea temporal, es decir, que la institución en condiciones normales sea solvente y que su colateral sea bueno.

Tampoco se ha decidido cual es mejor momento y en que medida intervenir en la crisis. La única conclusión ha sido que "no se tienen mejores resultados por prestar mucho y muy pronto o que poco y muy tarde". Sin embargo, Kindleberger propone que la mejor regla "es que no hay regla", la solución es prestar libremente, porque si se retrasa mucho la intervención del prestamista último, la crisis puede convertir en malos aún los mejores activos.

Kindleberger concluye que se debe intervenir en el proceso de inestabilidad financiera para "detener el auge conforme este creciendo, tratándose de evitar que se precipite el pánico; una vez iniciada la crisis es importante esperar lo suficiente como para que las empresas insolventes fracasen, pero no demasiado como para que la crisis se extienda a empresas solventes que necesitan liquidez temporal".

Si bien la garantía del apoyo del prestamista último contribuye a la estabilidad en el sistema financiero, también involucra un "riesgo moral", que promueve la toma de riesgos indiscriminada por parte de los agentes económicos, pero aun así el prestamista no puede abstenerse de auxiliar al sistema porque las quiebras podrían generalizarse.

En la práctica es difícil que el prestamista último limite su ayuda a las instituciones que no son responsables de la crisis, o cobrar a quienes tomaron posiciones más riesgosas, por lo que el costo de la recuperación se distribuye por igual entre todos los agentes. A pesar de esto, se debe tener en cuenta que el riesgo moral en que incurre el prestamista disminuye la capacidad que tiene el sistema financiero para apoyarse en sí mismo y aumenta la posibilidad de que se presenten excesos especulativos, tensiones y pánicos financieros con más frecuencia. Minsky y Kindleberger concluyen que a pesar de este riesgo el prestamista último efectivamente ha contribuido a superar la crisis y a evitar su propagación.

El costo de las crisis no se reparte equitativamente entre la sociedad en su conjunto. El consumidor final es el que termina pagando el costo del auxilio del prestamista último, ya sea como impuestos, inflaciones futuras, o mediante el encarecimiento de los servicios financieros; por lo que el pequeño ahorrador, que

no toma riesgos, se vuelve corresponsable de la toma de riesgos excesivos de los intermediarios financieros y de los grandes inversionistas. Ello acentúa la importancia del Banco Central como previsor de las crisis financieras.

Cabe resaltar, que dada la necesidad de que participe el prestamista último para superar la crisis, se debe mantener cierta incertidumbre sobre la forma en que se va auxiliar al sistema, para reducir por una parte la toma de riesgos excesivos de los agentes, y por otra, evitar que el pánico financiero se extienda.

La estabilidad del sistema financiero se considera como un bien público, del cual todos se benefician y ningún agente privado se preocupa por mantenerla. En este sentido el prestamista último enfrenta el mismo problema que un gobierno al proveer de servicios públicos como la seguridad y el alumbrado; produce estos satisfactores sin poder cobrar directamente su costo a quienes se benefician con ellos, y tampoco puede aislar a los consumidores de este beneficio. En el caso de la estabilidad financiera, el prestamista último no puede dejar de proveer este bien ya que sus efectos negativos afectarían a la mayor parte del sistema económico; pero no puede asignar el costo entre los agentes económicos que contribuyeron a la inestabilidad.

Thornton, Bagehot, Humprey y Goodhart en diferentes épocas han afirmado que el objetivo más importante del prestamista de última instancia, en el corto plazo es prevenir disminuciones de la cantidad de dinero en circulación inducidas por pánicos financieros, ya que se pueden expresar como una depresión en la actividad productiva. Pero a largo plazo el prestamista último debe procurar que el crecimiento de la oferta monetaria sea estable, aunque en las crisis financieras puede aumentar temporalmente su crecimiento.

Minsky considera que el banco central debe supervisar que la toma de decisiones financieras de los agentes económicos no involucre riesgos excesivos. Con el fin de evitar la fragilidad del sistema financiero se deben evitar situaciones en las que la importancia relativa del financiamiento especulativo y Ponzi sea mayor. Esto implica prevenir crisis financieras futuras. Así, cuando estas lleguen a presentarse no serán muy profundas y prolongadas. Bagehot resalta la importancia de que el prestamista permanezca alerta para poder aportar al sistema financiero la liquidez necesaria oportunamente. Si esta ayuda se da al inicio de la crisis puede crear la expectativa de que en crisis futuras también existirá apoyo, contribuyendo así a detenerla anticipadamente.

Se debe tener en cuenta que, en una crisis la intervención del prestamista de última instancia tiene únicamente efectos sobre el sector financiero; pero la política monetaria nunca podrá corregir o aliviar los desajustes generados en el sector real. Es decir, cuando existe una crisis en la actividad económica, que se acompañe de pánicos financieros, los efectos paliativos de la intervención de prestamista último sólo se sentirán en la esfera financiera, y para superar la crisis del sector real se tendrá que buscar otras alternativas, con efectos en el sector productivo.

5.3 MERCADO BANCARIO Y PRESTAMISTA ÚLTIMO

Muchos tiempo después de las primeras discusiones teóricas de Thornton y Bagehot en el s.XVIII sobre la importancia del prestamista último en las crisis financieras, estas siguen presentándose a pesar de los esfuerzos de los bancos centrales por prevenirlas. Un ejemplo reciente es la caída del mercado de bienes raíces en Estados Unidos que condujo a la quiebra de los bancos de ahorro y que obligó a la intervención del prestamista último.

Asimismo, en la última década las reformas a la reglamentación financiera han favorecido que intermediarios financieros no bancarios participen en negocios antes exclusivos de los bancos. Esto también ha motivado que las instituciones bancarias busquen diversificarse y se alejen de su operación tradicional, lo que dificulta la intervención del banco central en la previsión de crisis financiera y como prestamista último.

Los desarrollos tecnológicos han permitido que empresas financieras no bancarias realicen la intermediación de dinero en una forma menos costosa que los bancos, sin estar sujetos a las costosas regulaciones - como los requerimientos de capital- que enfrenta la banca, por lo que pueden tomar mayores riesgos.

Los intermediarios financieros que desean entrar al mercado encuentran que es fácil acceder a este, pero es muy difícil que se retiren sin afectar la confianza y la estabilidad de todo el sistema financiero. Además, la búsqueda constante por mayores ganancias provoca que intermediarios e inversionistas especulen y contribuyan a generar incertidumbre, tensión y crisis financieras en las que tiene que intervenir el prestamista último.

Para obtener mayores ganancias los bancos sustituyen la intermediación tradicional con otras operaciones más rentables como la bursatilización y la emisión de papel comercial. No obstante, estas instituciones continúan siendo los principales receptores de depósitos, los inversionistas más grandes en el comercio de deuda del sistema financiero, y monopolizan la emisión de medios de pago. En consecuencia la fortaleza financiera de los bancos constituye un factor esencial para la estabilidad del sistema financiero.

Los bancos financieramente fuertes tienen la capacidad para enfrentar la competencia con éxito, sin embargo las autoridades financieras tendrán que decidir si apoyaran a las instituciones frágiles cuando estén en riesgo de quiebra o si las dejarán salir del sistema asumiendo los costos que esto implique para los ahorradores afectados y en términos de la credibilidad en el sistema financiero.

Muchos analistas financieros consideran que operaciones como la bursatilización se impondrán sobre la intermediación tradicional bancaria, porque este préstamo es inherentemente más caro al requerir de especialistas y procedimientos especiales para supervisar el riesgo de incumplimiento de los acreditados. No obstante, el cambio hacia este tipo de operaciones no elimina el riesgo de inestabilidad, pero sí hace más compleja la intervención del prestamista último.

La creciente participación de nuevos intermediarios financieros con novedosos instrumentos dificulta la previsión de crisis financieras y motiva la toma de riesgos excesivos. Por ello, se han planteado alternativas al prestamista de última instancia como el seguro de depósito, regulaciones más eficientes, fortalecimiento de la supervisión bancaria y procurando la adecuada administración de los bancos centrales. Pero la experiencia muestra que en momentos críticos finalmente se ha tenido que recurrir al prestamista de última instancia.

Sin embargo, para evitar los costos que representan algunas reglamentaciones, los bancos realizan operaciones que no se reflejan en su balance como la bursatilización de la cartera, o que requieren menos capital que otras como los swaps y las opciones. Por ello, se debe tener presente que regulaciones

inadecuadas -requerimientos de encaje altos y mal remunerados, canalización obligatoria de crédito, imposición de tasas de interés menores a las del mercado- también propician inestabilidad.

A pesar de que los bancos han puesto gran énfasis en operaciones no tradicionales, todavía tienen muchos créditos poco líquidos en su cartera que no pueden valuarse en el mercado y que los pueden llevar a situaciones financieras difíciles. Por ello, la administración de los riesgos constituye un factor clave para la estabilidad de estos intermediarios ya que quienes tienen portafolios líquidos podrán vender sus activos rápidamente para cubrir las demandas de los depositantes en momentos de emergencia, reduciendo la probabilidad de que se presenten retiros masivos y de que tenga que intervenir un prestamista último.

Con el fin de evitar la presencia de pánicos financieros es imprescindible que las normas, la supervisión y el control sobre el sistema bancario, eviten la toma excesiva de riesgos y la concentración de capital en un sistema de libre mercado. Ello adquiere mayor relevancia y se dificulta con la presencia de grupos en el sistema financiero, ya que las autoridades que coordinan a las distintas instituciones participantes deben trabajar en conjunto, evitando conflictos de responsabilidad y que se sature de obligaciones ineficientes a los intermediarios.

El entorno actual de innovación continua en instrumentos financieros y la creciente competencia en el mercado financiero se hace necesario replantear el papel del banco central en sus distintas funciones, principalmente para buscar mecanismos de supervisión más eficientes, que interfieren menos con el mercado, que generen igualdad de oportunidades en la competencia entre todos los participantes y que logren prevenir la inestabilidad generada por todos los

intermediarios financieros, con el fin de reducir el costo social y económico que resulta de la intervención del prestamista último.

Replantear el papel del banco central y su responsabilidad como prestamista de último recurso, implica entender la relación que mantiene éste banco con el resto de la economía. El banco central es el principal ejecutor de la política monetaria y principal agente fiscal del gobierno, por lo que tanto sus decisiones como su eficiencia están estrechamente relacionadas con su grado de independencia respecto al gobierno, así como con la consistencia que mantiene con los objetivos de la política económica. Como muchas veces los objetivos del banco central entran en conflicto, el prestamista último no siempre puede operar con la eficiencia esperada.

Asimismo, en las condiciones que prevalecen en el sistema financiero, para el prestamista de última instancia es más complejo resolver los dilemas -a quien, como, cuando y con cuánto ayudar- a los que tradicionalmente se enfrenta al intervenir en las crisis financieras. La competencia ha hecho cada vez más compleja la operación de los bancos, las barreras que antes los diferenciaban de otros intermediarios son difusas, la innovación es la característica actual del sistema y se cuestiona el papel del banco central, pero la experiencia ha hecho evidente que a pesar de todo, en momentos críticos la continuidad en el sistema de pagos, agotadas todas las alternativas, depende del apoyo oportuno y eficiente del prestamista de última instancia.

En este contexto, en el que la economía se rige por el espíritu de mercado, el papel del banco central como prestamista de última instancia no puede relegarse. Mientras los intermediarios financieros y los inversionistas estén motivados por la

búsqueda de mayores ganancias existirá el riesgo de que se presente inestabilidad en el sistema financiero y en consecuencia la crisis, que al entorpecer los canales ordinarios de financiamiento, puede extenderse a todo el sistema económico.

Por ello, mientras que la inestabilidad financiera sea, como hasta ahora, una parte inherente del sistema capitalista desarrollado, la responsabilidad del banco central como prestamista de última instancia es un elemento fundamental para el crecimiento económico.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS

Bagehot, Walter, Lombard Street: el mercado monetario de Londres, Fondo de Cultura Económica, México 1986.

Bendesky, León, El papel de la banca central en la actualidad, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México 1991.

Cameroon, Rondo, Banking in the early stages of industrialization, Oxford University Press, Londres 1967.

Kindleberger, Charles, Manias, panics and crashes: a history of financial crises, Basic Books, New York, 1989.

Kindleberger, Charles, Historia financiera de Europa, Ed. Crítica, Grupo Editorial Grijalbo, Barcelona, 1988.

Kock, M.N., Banca Central, Fondo de Cultura Económica, México, 1964.

Mints, Lloyd, A history of banking theory, Chicago University Press 1970.

Minsky, Hyman, Las razones de Keynes, Fondo de Cultura Económica, México 1987.

Morgan, Victor, The theory and practice of financial banking 1797-1913, Cambridge University Press 1943.

REVISTAS

"A Survey of world banking", The Economist, Mayo 2 1992.

Brimmer Andrew, "Distinguished lecture on economics in government: central banking and the systemic risk in capital markets", Journal of Economic Perspectives, Vol 3, no.2, Primavera 1989, p.4.

Fisher Irving, "The debt deflation theory of great depressions", Revista Económica, Estados Unidos, 1933.

Goodhart, C.A.E., "Why do banks need a central bank", Oxford Economic Papers, Londres 1987.

Herrera, Juan Eduardo, "El papel del banco central en los años noventa", Boletín CEMLA, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Enero - Febrero, 1992.

Humphrey, Thomas, "Lender of last resort: the concept in history", Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, March/April Vol 72/2, 1989.

Kelly, Edward, "Supervisión y salvamento de instituciones financieras: la experiencia de Estados Unidos", Boletín CEMLA, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Enero - febrero, 1992.

Marshall, Rivera, Enrique, "El banco central como regulador y supervisor del sistema financiero", Boletín CEMLA, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Enero - febrero, 1992.

McClamm, Warren, "Fragilidad e inestabilidad financieras: las autoridades monetarias como prestatarios últimos", Revista Monetaria, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Vol. IV, num. 2, abril-junio 1981.

Minsky, Hyman, "Central banking and money market changes: a reprise" Economics department, Washington University, Diciembre, 1984.

Minsky, Hyman, "The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy", en Kindleberger Charles y Laffrague Edward, Financial crises: theory, history and policy, Cambridge CCUP, England 1982.

Minsky, Hyman, "Money and lender of last resort", Federal Reserve Bulletin, Septiembre de 1987.

Reinstein, Andrés, "Hacia una regulación y supervisión eficiente del sistema bancario" Banco Central de Chile, Sayers, Sidney, "Alternative views of central banking", Economía, Mayo 1961.

Sayers, Sidney, "Central banking after Bagehot", Oxford University Press, Londres 1957.

Wolfson, Martin, "The causes of financial instability", Journal of Postkeynesian Economics, Vol. 12, No. 3, Spring 1989.