



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA

*El prestamista de última instancia moderno:
Un análisis de la evolución del papel de los bancos
centrales como proveedores de liquidez en
momentos de crisis*

T E S I S

Que para obtener el título de:
Licenciada en Economía

Presenta:

LUISA CAMILA GALAZ CARRILLO

Director de tesis:

DR. CARLO PANICO



Ciudad Universitaria, Ciudad de México, 2024.



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 esta 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 mi querida tía Zaida
(1970-2022)*

*A mi abuelito Manuel
(1934-2022)*

Agradecimientos

Siendo honesta, he soñado despierta tantas veces con este momento: finalmente escribir los agradecimientos de mi tesis de licenciatura.

Gracias a mi familia por su apoyo, confianza y amor incondicional. Hace siete años estábamos en mi recámara decidiendo qué debía empacar y qué debía quedarse en casa. De la mano, tomamos un avión, encontramos un departamento en una ciudad desconocida, aprendimos a usar el metro y conocimos por primera vez las instalaciones de la Facultad de Economía de la UNAM en aquel agosto de 2017. Desde entonces, nos hemos ingeniado para mantenernos cercanos, pese a los 2931 km de distancia.

A mi mamá, le agradezco por llevarme y recogerme de la escuela todos los días de mi infancia, por apoyarme en mis locuras, sin importar que no las entienda del todo, por convertirse en mi amiga y fuente inagotable de risas, y por esa complicidad que nos llevó a inscribirnos juntas a clases de alemán y culminar con ese épico viaje. A mi papá, le agradezco cada plática sincera y amena que hemos compartido mientras cocinamos, cada abrazo "llenador de tanques", cada viaje en carretera rumbo a Hermosillo, cada canción que compartimos, por impulsarme a dar lo mejor de mí y por cada mensaje de ánimo que llegaba justo en el momento indicado. Está pendiente el viaje a H. A mi hermanita Emilia, gracias por esas ocurrencias que me sacan grandes carcajadas y por enseñarme que, sin importar las problemáticas, podemos lograr todo lo que queramos. A mi nana Lupita, le agradezco por ese cariño que solo las abuelitas saben dar, por recibirme siempre con un gran abrazo y sonrisa cada vez que regreso a casa, y por todo lo que hizo por la familia estos últimos años. A mi abuelita Licha, gracias por recibirnos cada verano en su casa, por cada comida y fiesta familiar que organizaste para juntarnos a todxs. A mi tía Anette, por aquellas mañanas mientras hacíamos fila para *cruzar al otro lado* para llevarnos a la escuelita, cuando me peinabas en el carro y llamabas a la radio para entretenernos. A mi familia de Mexicali, Hermosillo, los *United* y Ciudad de México, gracias por tanto. También a mis perritos Lucas, Perlita y Benito.

A la UNAM, mi más profundo agradecimiento por abrirme las puertas de sus aulas desde el primer día y hacerme sentir que pertenecía. Caminar por sus pasillos, recorrer el tren de las humanidades, apreciar los murales que cambiaban semestre con semestre, presenciar el florecer de las jacarandas, platicar por horas en Plaza Roja, admirar la bellísima Biblioteca Central, asistir a las presentaciones artísticas, recorrer CU en bicicleta, tomar esas clases existenciales en polacas y, verdaderamente, un largo etcétera, fueron experiencias que me llevo en mi corazón por siempre. Gracias por ofrecerme una formación universitaria integral, que no solo consideraba el material estándar, sino que me enseñó la importancia de considerar su impacto en la sociedad y el rol de las instituciones y los procesos históricos en la actualidad. Gracias por la oportunidad de complementar mis estudios con esas clases extracurriculares de alemán por tan solo cincuenta centavos el semestre y por darme la oportunidad de ponerlo en práctica en el intercambio académico. Gracias, sobre todo, por las increíbles personas que conocí en estos años universitarios.

Gracias a mi tutor, Dr. Carlo Panico, por las incontables reuniones, comidas amenas, correos, comentarios, bibliografía, recomendaciones y palabras de aliento que resultaron en este trabajo. Gracias por aceptar todas las clases extraordinarias que solicité para entender a profundidad algunos temas, por su primer voto de confianza en mí, expresado en esa llamada que recibí en pandemia para invitarme a apoyarlo en las clases de TMyPF. Agradezco también que me haya transmitido su pasión por la economía y el deseo de construir un mundo mejor, así como por enseñarme con su ejemplo la importancia del equilibrio entre trabajar duro y disfrutar las pequeñas cosas de la vida.

A mis sinodales, muchísimas gracias por su acompañamiento y enseñanzas a lo largo de toda mi formación universitaria. Al profesor Gerardo Esquivel Hernández, agradezco sus clases épicas, divertidas e ilustrativas, así como la grata sorpresa de conocerlo y todas esas conversaciones rumbo al metro. Agradezco a los profesores Juan Carlos Moreno Brid y María Eugenia Romero Sotelo por la invitación a sumarme al Seminario de Historia Económica del Posgrado para rebotar ideas y

pulir este trabajo. Gracias por inspirarme a aventurarme en ese sueño de trabajar temas de historia económica. A Luis Daniel Torres González, agradezco su gran disposición a sumarse a aquel proyecto de política monetaria de 2021 y desde entonces convertirse en un gran mentor y amigo.

Agradecimientos especiales a cuatro mujeres economistas jóvenes que creyeron en mí y me abrieron las puertas para desempeñarme en mis primeras oportunidades como cuasi-economista: Daniela Pureco, Eva García, Gabriela Orozco y Krista Zafra. Gracias por ser grandes ejemplos a seguir y por lo que se convirtió en lindas y genuinas amistades.

Y ahora vienen lxs amigxs. Gracias infinitas a ese par de chicas brillantes, carismáticas e increíbles que, de la forma más natural, se convirtieron en mis mejores amigas: Nayeli Vidal y Raquel Aponte. Gracias por todas las desveladas que compartimos para sacar con excelencia la carrera, por esa sinceridad y empatía con la que nos hemos escuchado y entendido, por transformar juntas ese departamento vacío en un hogar. Las quiero y admiro como no tienen idea.

Gracias a aquellos que desde el propedéutico ganaron un lugar especial en mi corazón y que desde entonces hemos seguido creciendo juntxs: Antonio Sandoval, Daniel Fuentes, Emiliano Aguilar y Rodrigo Chávez. A los amigxs que se unieron después y que, de una forma única y singular, me han enseñado muchísimo: Adriana Bautista, Alan Ruiz, Bernardo Serafín, Carmen Valencia, Daniela Palomo, Edgar Noriega, Emanuel Rauda, Fernando González, Laura Díaz, Guillermo Arjona, etc. Un agradecimiento exclusivo a Rafael Albarrán, una gran persona y amigo con quien me apoyé para atravesar este exhausto proceso de escribir y terminar una tesis.

Gracias a mis amistades de Mexicali, que me reciben con los brazos abiertos y con múltiples planes cada vez que regreso: Andrés de Luna, Diana Flores, Diana Galván, Kenya Mata, Maria José Burgueño, Miguel Cárdenas, Mónica Rodríguez, Omar Medrano y Rebeca Ávila. Estaré eternamente agradecida con mi amiga Diana

Aragón, quien me propuso la loca idea de aplicar a la UNAM y me brindó la seguridad de creer que podía entrar.

A mis amistades del Banco de México, gracias por acompañarme en esta emocionante experiencia de enfrentarme a mi primer trabajo como economista mientras escribía esta tesis. A Andrea Zuñiga, Atzin Chiguil, Edwin Tapia e Ivonne Herrera, les agradezco por su honesta y valiosa amistad, por las largas conversaciones que sostuvimos en el comedor sobre la persecución de nuestros sueños, los giros de la vida y nuestro crecimiento personal, buscando aquello que maximizara nuestra felicidad.

Por último, pero no menos importante, a mi mejor amigo, mi familia y el amor de mi vida, Edgar. De las cosas más bellas que me dio la UNAM fue la oportunidad de encontrarnos. Gracias por ser mi lugar seguro, porque no ha pasado ni un solo día desde que nos hicimos novios en el que no me hicieras reír con tus ocurrencias. Tampoco ha pasado un solo segundo sin que me hicieras sentir amada. Gracias por escucharme hablar mil veces de las mismas cosas y por abrazarme cuando no estaba pasando por los mejores días. Por esas pláticas de todo y de nada, banales y trascendentales, en la FE, en Islas, en el depa, en tu casa, en un café, en el super, etc. Gracias por todas esas veces que me acompañaste a mis clases de alemán, pese a que ya no quería ir. Gracias por esos esfuerzos sobrenaturales por levantarme por las mañanas con todo el cariño, paciencia y vida que te caracteriza. Gracias por todos los lugares que hemos conocido juntxs, por cada dedicatoria de lunas y atardeceres, y por las promesas de todo lo que se viene.

A todxs ustedes, muchas gracias.

Camila Galaz

Índice

INTRODUCCIÓN	10
CAPÍTULO 1. ELEMENTOS PRELIMINARES	16
1. EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA	17
1. ORÍGENES DE LOS BANCOS CENTRALES Y SU RELACIÓN CON LA FUNCIÓN	23
2. LA FUNCIÓN Y SU RELACIÓN CON LA ESTABILIDAD FINANCIERA	27
CAPÍTULO 2. DE BARING A BAGEHOT: LA EXPERIENCIA DEL BANCO DE INGLATERRA COMO PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA EN EL SIGLO XIX	31
1. EL BANCO DE INGLATERRA EN EL SISTEMA BANCARIO DE LA ÉPOCA	34
2. LA PRIMERA APARICIÓN DEL CONCEPTO	36
3. LA EXPERIENCIA DEL BANCO DE INGLATERRA DESCRITA POR HENRY THORNTON	38
4. LAS CONTROVERSIAS MONETARIAS A MITAD DEL SIGLO XIX: EL DEBATE ENTRE LA CURRENCY Y BANKING SCHOOL	44
5. WALTER BAGEHOT Y SU LEGADO	50
6. SÍNTESIS	61
CAPÍTULO 3. EL PAPEL DE LA RESERVA FEDERAL COMO LOLR DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN	64
1. ESTABLECIMIENTO DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL	66
2. LA FED COMO PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN	80
3. EL NEW DEAL DE LA BANCA: IMPLICACIONES PARA LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO Y LA FUNCIÓN DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA	91
CAPÍTULO 4. LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA MODERNO	99
1. UNA BREVE DESCRIPCIÓN DE LOS ORÍGENES DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL	100
2. IMPLEMENTACIÓN DE MEDIDAS CONVENCIONALES DE LOLR ANTE LA CRISIS	107
3. IMPLEMENTACIÓN DE MEDIDAS NOVEDOSAS DE LOLR ANTE LA CRISIS	115
4. EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA MODERNO	145
5. ANEXOS	151
CONCLUSIONES	154
REFERENCIAS	166

Índice de cuadros, gráficas y figuras

CUADROS

- 1.1. Instituciones de banca central antes del siglo XX ... 25
- 2.1. Miembros destacados de la Banking y la Currency School ... 45
- 2.2. Elementos adicionales en la literatura del siglo XIX sobre la función de LOLR ... 61
- 3.1. Crisis bancarias en Estados Unidos en el siglo XIX ... 67
- 3.2. Organización de los Bancos de la Reserva Federal ... 74
- 3.3. Efectos de la Gran Depresión sobre variables seleccionados de Estados Unidos...82
- 3.4. Implicaciones de la Gran Depresión para la regulación del sistema financiero en Estados Unidos ... 94
- 4.1. Cambios en la regulación del sistema financiero en Estados Unidos (1980-2000) ...101
- 4.2. Acuerdos de intercambio de divisas, Fed ... 141
- 4.3. Acuerdos de intercambio de divisas, ECB ... 144
- 4.4. Comparación de las medidas adoptadas ante la CFG ... 145
- A. 4.1. Facilidades de provisión de liquidez, Fed (diciembre 2007-septiembre 2008) ... 151
- A. 4.2. Facilidades de provisión de liquidez, Fed (septiembre- noviembre 2008) ... 151
- A. 4.3. Facilidades de provisión de liquidez, BoE ...152
- A. 4.4. Facilidades de provisión de liquidez, ECB ... 153

GRÁFICAS

- 2.1 Producto interno bruto real, Reino Unido (1790-1900) ... 33
- 3.1. Quiebras bancarias en los Estados Unidos (1920-1941) ... 83
- 3.2. Crédito emitido del Sistema de la Reserva Federal (1929-1940) ... 84
- 3.3. Tasas de descuento, Bancos de la Reserva seleccionados (1915-1945) ... 84
- 4.1. Tasa de referencia, Fed (2004-2007) ... 106
- 4.2. Tasa de referencia, Fed (2007-2008) ... 110
- 4.3. Tasa de referencia, BoE (2007-2009) ... 110
- 4.4. Tasas de referencia, ECB (2007-2010) ... 111
- 4.5. Ventanilla de descuento, Fed (2007-2010) ...113
- 4.6. Facilidad de Préstamo Marginal, ECB (2007-2010) ...114
- 4.7. Facilidades de provisión de liquidez, Fed (2007-2010)- Etapa 1 ... 117
- 4.8. Facilidades de provisión de liquidez, Fed (2007-2010)- Etapa 2 ... 119
- 4.9. Facilidades de provisión de liquidez, BoE (2007-2010) ... 124
- 4.10. Facilidades de provisión de liquidez, ECB (2007-2010) ... 126
- 4.11. Composición de activos, Fed (2007-2010) ... 131
- 4.12. Composición de activos, BoE (2007-2010) ... 132
- 4.13. Composición de activos, ECB (2007-2010) ... 132
- 4.14. Facilidades para apoyar el mercado de papel comercial, Fed (2007-2010) ... 137
- 4.15. Compras de papel comercial y bonos corporativos, BoE (2007-2010) ... 139
- 4.16. Monto acordado de intercambio de divisas recíproco ... 142
- 4.17. Acuerdos de intercambio de divisas recíprocos (2007-2010) ... 143

FIGURAS

- 4.1. Mecanismo de transmisión de la tasa de interés de referencia ... 108
- 4.2. Cambios en la hoja de balance de instituciones bancarias e instituciones no bancarias ante la compra de activos del banco central ... 127
- 4.3. Mecanismo de transmisión de la flexibilización cuantitativa ... 128

Introducción

La Crisis Financiera Global de 2008 (CFG) fue un evento de proporciones históricas que sacudió al mundo entero. Su impacto sobre la actividad económica y el sistema financiero sirvió como un recordatorio contundente de la importancia de las autoridades económicas en la restauración y mantenimiento de la estabilidad económica y financiera en momentos de crisis.

En este contexto, los bancos centrales, instituciones encargadas de dirigir la política monetaria de una economía, emergieron como protagonistas en este singular evento, desempeñando un rol indispensable en la gestión y mitigación de la crisis a través de la implementación de un conjunto de medidas sin precedentes. En particular, su papel como prestamistas de última instancia (*lender of last resort*, LOLR) se convirtió en un tema central de discusión en la comunidad académica y entre las propias instituciones de política monetaria.

La función de LOLR, esencialmente, se refiere a la capacidad de los bancos centrales para proveer de asistencia financiera a bancos comerciales u otras instituciones financieras con problemas de liquidez especialmente en momentos de crisis, actuando como un respaldo financiero de última instancia cuando el acceso a financiamiento en los mercados se vuelve difícil o imposible (Springer, 2019).

En el periodo que abarcó desde inicios de 2007 hasta finales de 2010, los principales bancos centrales del mundo—el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), el Banco de Inglaterra (*Bank of England*, BoE), el Banco Central Europeo (*European Central Bank*, ECB), entre otros—, desembolsaron más de 4 trillones de dólares para sostener el frágil sistema financiero internacional de un inminente colapso (Domanski, et al, 2014, pp. 44). Este monto fue canalizado tanto a bancos comerciales como a instituciones no bancarias, a instituciones individuales como al mercado en su conjunto, en moneda doméstica y en moneda foránea. Ello reflejó las prioridades de las autoridades económicas de preservar la estabilidad financiera por encima de otros compromisos.

Ante el escenario anteriormente descrito, surgen diversas interrogantes que requieren un análisis detenido. ¿Han desempeñado siempre los bancos centrales el papel de LOLR? ¿Qué motivaciones llevan a los bancos centrales a actuar como LOLR en momentos de crisis financiera? ¿Cuál fue el punto de partida de esta intervención y cómo ha evolucionado a lo largo del tiempo? ¿Los bancos centrales responden de manera uniforme ante diferentes tipos de crisis o contextos económicos? ¿Cómo influyen el marco histórico y regulatorio en la definición y el ejercicio de esta función? ¿En qué aspectos se diferenciaron las intervenciones de los bancos centrales como LOLR durante la CFG en comparación con períodos anteriores de crisis financieras? ¿Cuáles son los conocimientos adquiridos de casos previos que podrían ser aplicables en la situación actual? Estas preguntas invitan a profundizar en el entendimiento del rol de los bancos centrales en momentos críticos para promover la estabilidad financiera.

Las interrogantes planteadas anteriormente han motivado este proyecto de investigación, el cual tiene como objetivo analizar la adopción y evolución histórica de la función de los bancos centrales como LOLR durante episodios de crisis, desde su génesis y discusión conceptual en el siglo XIX hasta su implementación en diferentes experiencias destacadas.

- a) Desentrañar la historia traslapada entre la función de LOLR, el génesis de las instituciones de banca central en su transición de bancos de emisión a bancos centrales, y su interés por fomentar la estabilidad financiera.
- b) Analizar las aportaciones en la literatura económica del siglo XIX sobre la participación del BoE como LOLR en el siglo XIX, estudiando con escrutinio no solo la obra de Walter Bagehot (1873), sino también las de Baring (1797) y Thornton (1802), y explorando el debate entre la *Banking School* y la *Currency School* (1844-1866).
- c) Analizar el marco legislativo que condujo a la fundación de la Fed y sus implicaciones sobre las estrategias adoptadas como LOLR durante las crisis sucesivas ocurridas en la década de 1930, que contribuyeron en el desarrollo de la función.

- d) Examinar las intervenciones llevadas a cabo por la Fed, el BoE y el ECB en su papel como proveedores de liquidez durante la CFG, con el fin de evaluar si la función de LOLR ha trasmutado hacia una versión moderna y, en caso afirmativo, identificar sus características distintivas.

Como se detalla en los objetivos de la presente investigación, se estudian las intervenciones en calidad de LOLR llevadas a cabo por un grupo selecto de bancos centrales. Se selecciona al BoE debido a su importancia en la conceptualización de la función en el siglo XIX, y también por su continua influencia como una autoridad reconocida a nivel internacional. Asimismo, se incluye a la Fed, no solo porque su fundación está estrechamente relacionada con la función de LOLR, sino también porque hoy en día se ha convertido en el molde y referente para otros bancos centrales, así como por la relevancia global de la moneda que respalda. Por último, se examinan las intervenciones del ECB dada su condición como institución supranacional relativamente reciente, encargada de la conducción de la política monetaria de un cúmulo de países, y por la relevancia de la moneda común que gestiona.

Para alcanzar los objetivos establecidos, la investigación adopta un enfoque histórico e institucional. Por un lado, se busca comprender la función de LOLR de los bancos centrales en diferentes contextos temporales, identificando las particularidades de cada época y cómo estas moldean e influyen su desarrollo. Al mismo tiempo, se examina considerando el marco legislativo y regulatorio que rige a las autoridades monetarias y a las instituciones financieras que participan en el sistema financiero. La combinación de estos enfoques permite una comprensión integral de la evolución de la función de LOLR, destacando la interacción entre el contexto histórico y las estructuras institucionales.

La metodología que se sigue para este análisis consiste en la revisión documental de fuentes primarias, que incluyen comunicados, publicaciones y reportes oficiales de los bancos centrales bajo estudio, así como las obras originales de los primeros pensadores que escribieron al respecto. A su vez, se consultan fuentes secundarias, como estudios e investigaciones de expertos en economía, historia económica y

crisis financieras. Además, se utilizan datos estadísticos históricos y contemporáneos que proporcionan una cuantificación de la respuesta de las autoridades monetarias.

Este estudio se suma a la literatura económica sobre la evolución histórica de los bancos centrales, al considerar aspectos fundamentales de su desarrollo. En primer lugar, se consideran los orígenes y las primeras funciones de las autoridades monetarias, aspecto profundizado por Capie et al. (1993). Además, se destaca el creciente papel de los bancos centrales en la actividad económica y el sistema financiero, como lo señala Bordo (2007). A su vez, se examina la capacidad de adaptación y respuesta a los cambios en el entorno económico, como argumenta Ugolini (2017). Por último, se analiza su transformación hacia la banca central moderna, fundamentada en el uso de la política monetaria para la estabilidad, como sugiere Herger (2019). Si bien se recuperan dichos aspectos, esta tesis se concentra en la evolución del papel de los bancos centrales como LOLR, específicamente en momentos de crisis que impulsaron transformaciones en el entendimiento y caracterización de la función.

Este estudio se distingue de otros trabajos sobre las primeras aportaciones de la función de LOLR, como los trabajos de Humphrey (1975, 1984, 1989), que se centran en la experiencia del banco central de Inglaterra en el siglo XIX. El presente trabajo considera diversos aspectos que han moldeado el desarrollo de los orígenes de la función: el perfil de los intelectuales que influyen en la perspectiva de sus escritos, la identificación de las crisis financieras enfrentadas por la institución, así como las características del contexto histórico, las estructuras institucionales y el marco regulatorio vigente.

Además, este trabajo se adentra en las lecciones aprendidas durante dos crisis que marcaron un punto de inflexión en la historia de la economía global: la Gran Depresión y la CFG. A diferencia de la literatura que menciona diferentes factores explicativos del limitado desempeño de la Fed como LOLR durante la década de 1930 (Friedman y Schwartz, 1963; Eichengreen, 1992; Temin, 1989; Richardson, 2013), este trabajo le da un peso importante al rol de la regulación financiera, en

tanto al diseño institucional de las autoridades y la organización y giro de negocio de los actores que participan en el sistema financiero. Por último, si bien se ha derramado mucha tinta digital en cuanto a las intervenciones de los bancos centrales durante la CFG (Dobler, et al., 2016; Domanski, 2014; Hauser, 2014; Oganessian, 2013; Tucker, 2011, 2014), este trabajo ofrece una recapitulación de la respuesta sin precedentes de la Fed, el BoE y el ECB, que permite identificar prácticas conocidas, cambios e innovaciones en las medidas de provisión de liquidez para llegar hacia una conceptualización de la versión moderna de la función de LOLR.

En resumen, este proyecto contribuye a la literatura al trazar un hilo conductor de la evolución de la función de LOLR, desde sus orígenes hasta la función de LOLR moderna, destacando que la relación entre el banco central y el sistema financiero está estrechamente ligada a la estructura del marco regulatorio. En particular, la función de LOLR es el resultado del interés de las autoridades por implementar medidas, específicamente de provisión de liquidez, para garantizar la estabilidad económica y financiera de una economía a través del tiempo.

La tesis se estructura en cuatro capítulos, los primeros dos se enfocan en aspectos teóricos-conceptuales, mientras que el último par aborda la implementación del concepto en la construcción y funcionamiento de las instituciones de banca central.

El **primer capítulo** presenta algunos elementos preliminares entorno a la función de LOLR, dilucidando la relación que guarda esta responsabilidad pública y su evolución a lo largo del tiempo con la definición y revisiones historiográficas de los orígenes de los bancos centrales y, además, con el interés de las autoridades en fomentar la estabilidad financiera. Este capítulo proporciona las bases conceptuales necesarias para comprender aspectos que se abordan en los siguientes.

En el **segundo capítulo**, se realiza una revisión del álgido debate que se desarrolló durante el siglo XIX en torno a la intervención del BoE como proveedor de liquidez de emergencia en el sistema bancario inglés de la época. Se analizan las aportaciones de Francis Baring (1797), Henry Thornton (1802) y Walter Bagehot

(1873), así como las discusiones entre la *Banking School* y la *Currency School*, lo que permite identificar los elementos adicionales presentes en la literatura que superan la referencia llana a la regla de Bagehot.

En el **tercer capítulo**, se examinan los antecedentes históricos del establecimiento de la Fed y el marco legislativo que le otorgó su existencia. Se analiza cómo este influyó en la capacidad de respuesta de la Fed como LOLR durante la Gran Depresión, enfatizando en el actuar y la organización institucional de los Bancos de la Reserva de cada distrito. Se destacan los aprendizajes derivados de esta experiencia, así como los cambios en materia regulatoria implementados tanto en el sistema financiero como en la propia institución tras este episodio.

En el **cuarto capítulo** se enfoca en la CFG y su impacto en la consolidación de un LOLR moderno. Se estudian los orígenes de la crisis como resultado de los cambios en el marco regulatorio del sistema financiero y la proliferación de un modelo de negocios basado en activos riesgosos. Se examinan las medidas convencionales y novedosas adoptadas por los bancos centrales seleccionados como LOLR. En particular, se analizan aquellas medidas extraordinarias de provisión de liquidez, que abarcan desde la creación de facilidades hasta la compra masiva de activos, la intermediación en mercados desordenados y la provisión de liquidez en moneda extranjera a otros bancos centrales. Lo anterior permite realizar un análisis comparativo que delinea las características del LOLR moderno.

Finalmente, se presentan las **conclusiones** generales de este proyecto de investigación donde se resumen los hallazgos de cada capítulo, presentan reflexiones sobre las transformaciones y futuras perspectivas de la función analizada, y se proponen algunas sugerencias para investigaciones futuras que surgieron a partir de este estudio.

Capítulo 1. Elementos preliminares

La función de prestamista de última instancia (LOLR) es desempeñada generalmente por los bancos centrales para proporcionar liquidez de emergencia a bancos o instituciones financieras que están experimentando una escasez temporal de fondos. En situaciones de estrés o incertidumbre, cuando estas instituciones enfrenten dificultades para obtener financiamiento en el mercado interbancario, el banco central se convierte en su última opción. Al proporcionar liquidez, puede prevenir el colapso de instituciones solventes, pero temporalmente ilíquidas, y evitar la propagación de sus problemas al resto del sistema financiero (Diccionario de Economía de Oxford, 2009).

La atención de las autoridades económicas y políticas en el fomento de la estabilidad financiera, a diferencia de la estabilidad de precios, es un tema que se remonta al inicio de la formación de los bancos centrales (Sayers ,1976; Capie et al., 1994; Ugolini, 2017). Sus raíces históricas revelan que la presencia de pánicos, corridas y crisis bancarias¹, con importantes repercusiones en la dinámica económica, los llevó a asumir la responsabilidad pública de LOLR.

En el presente capítulo se examina cómo la función de LOLR se relaciona con el origen y evolución histórica de los bancos centrales como instituciones y el interés de las autoridades por fomentar la estabilidad financiera. En consecuencia, el objetivo de este texto radica en desentrañar y analizar la relación que vincula estos tres elementos durante momentos de crisis con el fin de presentar las bases necesarias para comprender algunos elementos que se abordan en los capítulos siguientes.

¹ Los tres conceptos se relacionan al entenderse como un proceso escalonado. La intensificación de un pánico bancario, es decir, la percepción generalizada de la incapacidad de un banco o varios para devolver los depósitos a sus clientes puede desencadenar una corrida bancaria. Esta última se manifiesta cuando los depositantes retiran sus fondos de forma masiva, coordinada y en poco tiempo del banco. La combinación de ambos, que afecta a todo el sistema bancario, da lugar a una crisis bancaria que pone en riesgo la estabilidad financiera.

El primer capítulo se divide en las siguientes secciones: En la primera sección se define la función de LOLR y se describe cómo esta responsabilidad ha evolucionado conforme el paso del tiempo y las circunstancias a las que se enfrenta la economía. La sección dos examina el debate en torno a la definición e historia de los bancos centrales y su relación con esta función, presentando una discusión historiográfica. La tercera sección aborda el surgimiento del interés público de garantizar la estabilidad financiera y establece su conexión con la ejecución de esta función.

1. El prestamista de última instancia

En ocasiones los bancos comerciales se enfrentan con problemas de liquidez, es decir, no cuentan con el suficiente efectivo para hacer frente a las necesidades de sus clientes, por lo que pueden verse obligados a detener sus actividades fundamentales, como la concesión de préstamos. Si estas dificultades no son manejadas correctamente, se pueden desencadenar una serie de problemas económicos para las personas, empresas y otros bancos que dependen de su buen funcionamiento, sobre todo si mantienen transacciones financieras entre ellas. La quiebra de una institución crediticia puede provocar un efecto dominó, con el potencial riesgo de concluir en una crisis sistémica, es decir, aquella que termina por afectar a todo el sistema financiero y a la economía en general.

Cuando una institución de crédito se encuentra en una situación de emergencia y toca la puerta del banco central para solicitar urgentemente fondos, este interviene con su función de LOLR, al proveer de liquidez de emergencia para mesurar los costos económicos y sociales que puede acarrear la propagación de los problemas de una empresa financiera hacia el resto del sistema. Esta función tiene como objetivo que las instituciones financieras solventes, pero temporalmente ilíquidas obtengan los fondos necesarios para hacer frente la presión derivada de retiros masivos y, con ello, contribuir en preservar la estabilidad del sistema financiero. Este término se utiliza porque en tiempos de crisis, cuando los mecanismos normales de mercado no funcionan adecuadamente, la financiación del banco central es la única y la última opción a la que se puede acceder para saciar el aumento anormal de la demanda por liquidez (Capraro, et al. 2019, pp.28; Freixas, et al. 1999).

La función de LOLR no sigue una receta preestablecida, sino que va adaptándose, dependiendo de las características inherentes de la crisis en cuestión y el contexto particular en el que se suscite. Para entender cómo ha evolucionado esta función, es necesario considerar factores históricos, tales como el régimen monetario vigente, el desarrollo y los acuerdos de la organización institucional, el grado de integración financiera internacional, junto con factores específicos como las entidades crediticias involucradas, el tamaño de las mismas, el origen y alcance de la crisis financiera, las medidas implementadas por el banco central correspondiente, entre otros. De tal forma que, el estudio de la función de prestamista exige un marco de referencia histórico que atienda el entorno en el que se va desarrollando esta.

Durante el siglo XIX, la aproximación clásica de la función estaba intrínsecamente vinculada con el sistema monetario internacional del patrón oro. Bajo este sistema, las instituciones bancarias estaban obligadas a redimir en oro los depósitos correspondientes de sus clientes cuando así lo solicitaban. Por esta razón, ante corridas bancarias, el LOLR debía de mantener amplias reservas de oro para saciar la demanda de liquidez.

Al hablar de la función de LOLR en este siglo, el Banco de Inglaterra (*Bank of England*, BoE) se posiciona como un referente en la historia económica. El análisis de su rol durante las crisis de 1793 y 1797 fue realizado por Henry Thornton en 1802, mientras que las de 1847, 1857 y 1866 fueron motivo de inspiración para los estudios de Walter Bagehot en 1873. Ambos estudiosos resaltaron cómo el BoE, al ser creado como un banco privado, se enfrentó en distintas ocasiones a la disyuntiva entre adoptar la responsabilidad pública de procurar la estabilidad del sistema bancario e intervenir en el mismo, o bien, seguir la lógica de maximización de beneficios típica de una entidad privada (Humphrey & Keleher, 1984, pp. 282-283).

Thornton y Bagehot notaron que la intervención del BoE dependía según si el pánico se originaba por factores internos o externos. En el caso de los primeros, la autoridad monetaria proporcionaba efectivo o préstamos de emergencia al mercado en su conjunto para reducir la incertidumbre y saciar la demanda de liquidez. No

obstante, esto en ocasiones planteaba un problema para el BoE, ya que comprometía su acervo de oro y su capacidad para cumplir sus propias obligaciones. Por otro lado, si se enfrentaba con factores externos, como un déficit comercial lo suficientemente amplio como para poner en riesgo sus reservas, la estrategia del BoE priorizaba proteger dichas reservas para garantizar la convertibilidad. Para lograrlo, reducía la cantidad de préstamos, lo que limitaba la cantidad de dinero disponible y, con ello, elevaba las tasas de interés para atraer el flujo de oro hacia el país (Humphrey, 1999, pp. 291).

Así, el papel de LOLR en el contexto del patrón oro estaba estrechamente ligado a la disponibilidad y manejo de las reservas de oro. Ello obligaba al BoE a ponderar cuidadosamente entre proteger sus reservas y/o evitar los efectos negativos de las corridas bancarias sobre la estabilidad del sistema. Con el transcurso del tiempo y, sobre todo, después de la publicación de Bagehot (1873), el BoE adoptó la responsabilidad pública de LOLR sin objeciones.

En el siglo XX, una de las peores crisis económicas en la historia se originó en Estados Unidos, extendiéndose con rapidez a muchos otros países. Partiendo de un contexto caracterizado por el optimismo económico y un auge en la producción industrial, algunos factores como la sobreproducción, los altos niveles de endeudamiento, la falta de regulación y la creciente especulación en el mercado de valores, dieron lugar a la Gran Depresión (Bernanke, 1983, pp. 263-267).

Al abordar esta crisis, el banco central de referencia para estudiar en su papel de LOLR es el Sistema de la Reserva Federal (Fed), que tenía un poco más de 15 años en operación y fue creado para dotar de estabilidad financiera al país. Inicialmente, la Fed tomó una actitud pasiva ante la situación; sin embargo, tras unos cuantos meses implementó una serie de medidas² para proporcionar liquidez, mitigar los

² A pesar de las medidas adoptadas, hay una extensa literatura económica que argumenta que estas no fueron suficientemente rápidas ni agresivas para contrarrestar los desastrosos efectos de los distintos choques de la década (Bernanke, 1983; Bordo, 2007, 2011; Eichengreen, 1992; Friedman & Schwartz, 1963; Meltzer, 2003; Temin, 1989; Wheelock, 1991).

efectos de la crisis en la actividad económica y estabilizar el sistema financiero. Estas incluyeron el aumento de préstamos de corto plazo a las instituciones bancarias a través de la ventanilla de descuento; la implementación de operaciones de mercado abierto, las cuales consisten en la compra de valores en el mercado secundario con el objetivo de aumentar la cantidad de dinero en circulación, mesurar la caída de precios de las acciones e influir en las tasas de interés; y, la reducción de la tasa de descuento, es decir, aquella a la cual los bancos obtienen préstamos directamente de la Fed (Wheelock, 1998, pp. 130-131; Richardson & Troost, 2009, pp. 6-10).

Este episodio dejó en claro que la disposición a intervenir de manera oportuna y coordinada por parte del banco central, aunado a una clara definición de medidas de provisión de liquidez, contribuye a evitar que las crisis se agraven. Además, evidenció la necesidad de establecer un marco regulatorio fuerte al sistema bancario y una red de seguridad financiera, al mismo tiempo que mejoró la capacidad de los distintos miembros de la Fed para responder ante crisis financieras, transformando el rol de LOLR del banco central. Como resultado de lo anterior, se dio una ausencia de crisis bancarias de los años treinta hasta mediados de los setenta en el mundo desarrollado (Bordo, 2007, pp. 3).

A partir de los 70s, tras algunas décadas en las que la discusión sobre el rol del prestamista parecía haber desaparecido, un cúmulo de desafíos económicos y cambios significativos en la economía mundial reavivaron la incidencia de crisis bancarias y financieras (Laeven & Valencia, 2018, pp. 9-10). Entre ellos se incluyen el abandono de Bretton Woods, los choques petroleros, la transición de un tipo de cambio fijo a uno flexible, el experimento monetarista, la desaceleración económica mundial aunado al aumento de la inflación y de las tasas de interés nominales, los problemas de deuda soberana, aceleración de la innovación financiera para eludir la regulación vigente, etc.

Cuando la inestabilidad resurgió, se presentaron algunos casos reveladores sobre los retos que podría implicar la función de LOLR. Los rescates de *Franklin National* en 1974 y *Continental Illinois* en 1984, por ejemplo, mostraron cómo algunas

instituciones con una amplia participación en mercados específicos suelen condicionar el funcionamiento adecuado de los mismos, planteando no solo el problema de instituciones “demasiado grandes para quebrar” sino también la preocupación por el riesgo moral. Por otro lado, la quiebra de la ferroviaria Penn Central en 1971 llevó a las autoridades a considerar a empresas fuera del sistema bancario como una medida para prevenir la inestabilidad financiera y su impacto negativo sobre la economía. Además, el estallido de la crisis de la deuda en América Latina en la década de 1980 evidenció los riesgos asociados con la exposición internacional de los bancos (Baxter & Sommer, 1999, pp. 214-217).

Aunque estos escenarios generaron una mayor conciencia sobre la importancia de establecer directrices internacionales y grupos de trabajo para la supervisión bancaria, lo que sentó las bases para el desarrollo de los Acuerdos de Basilea I en 1988, y posteriormente, Basilea II en 2004³, también se inició un proceso de desregulación del sistema financiero a nivel internacional que promovió la diversificación de actividades y la toma excesiva de riesgos por parte de las instituciones financieras.

En el siglo XXI, como resultado de lo anterior, se gestó la Crisis Financiera Global (CFG), una crisis solo equiparable con la Gran Depresión en sus efectos sobre la actividad económica. Ello dejó en claro que las medidas de regulación existentes no eran suficientes para prevenir una crisis sistémica de tal magnitud. Los bancos centrales rescataron las lecciones de experiencias pasadas para afrontar las consecuencias de esta crisis. A diferencia de episodios anteriores, su intensa y rápida expansión ameritó una provisión de liquidez sin precedentes, de tal forma que el apoyo fue dirigido no solo a las instituciones bancarias, sino también a las instituciones no bancarias, tanto en moneda local como extranjera, y no solo a

³ Se trata de un conjunto de recomendaciones propuestas por el Comité de Basilea del Banco de Pagos Internacionales (BIS). Representan un marco regulatorio de alcance internacional para la gestión de riesgo y la adecuación del capital en el sector bancario. El propósito de los Acuerdos es fortalecer la estabilidad financiera global al establecer estándares mínimos de capital para cubrir los riesgos a los que se está expuesto (BIS, s.f.; Goodhart, 2011).

instituciones individuales, sino que también al mercado en su conjunto (Domanski, et al., 2014, pp. 44). Una vez agotadas las medidas de provisión de liquidez convencionales, y partiendo de un contexto en el cual el margen de maniobra se veía limitado ante la cercanía al límite inferior cero de la tasa de referencia, los bancos centrales se vieron obligados a emprender medidas de provisión de liquidez a un ritmo y escala extraordinaria (Hauser, 2014, pp. 91). Las instituciones innovaron con la introducción de medidas no convencionales, como la creación de facilidades de provisión de liquidez, la compra de activos en gran escala, la intermediación en mercados específicos para reactivarlos y el intercambio de divisas a nivel internacional (Buitert & Sibert, 2007; Grad, et al., 2011; Hauser, 2014, 2021; Mehrling, 2011, 2014; Tucker, 2009, 2014).

La CFG le recordó a la comunidad académica y a los hacedores de política económica⁴ la importancia de la función de LOLR para restaurar la estabilidad del sistema financiero y minimizar sus consecuencias sobre la economía real. Además, generó cambios en el marco legislativo del sistema financiero para fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos en el sector bancario.

En resumen, esta sección muestra que los factores históricos, junto con las características idiosincráticas de las crisis, definen la forma en la que opera, el alcance y cómo evoluciona la función de LOLR a lo largo del tiempo. Pese a sus modificaciones, el objetivo último de esta recae en servir como una fuente de financiamiento adicional de emergencia para que las instituciones aborden sus problemas de liquidez, evitar contagios sistémicos, promover la estabilidad del sistema financiero y, finalmente, contribuir a mejorar el bienestar económico de las personas.

⁴ Paul Tucker (2014), entonces subgobernador del BoE para la estabilidad financiera, señaló que la literatura de bancos centrales había descuidado el estudio de esta función en favor de las bondades de la independencia y modelos de política monetaria sofisticados.

1. Orígenes de los bancos centrales y su relación con la función

Pese a la relevancia de los bancos centrales como responsables de la política monetaria, la literatura económica parece carecer de un consenso en torno a su definición. Algunos historiadores económicos han mencionado que la tarea de definir qué es un banco central puede resultar compleja y, en cierta forma, se le reconoce simplemente al observarlo⁵.

Si se retrocede en el tiempo hasta los primeros usos del término "banca central", la evidencia lingüística indica que este par de palabras empezó a utilizarse a principios del siglo XIX para hacer referencia a la sede principal de cualquier banco que contaba con varias sucursales (Ugolini, 2017, pp. 9). Una definición estrecha describe a un banco central como aquel que, al recibir depósitos de otros bancos y liquidar pagos interbancarios, es decir, al fungir como nudo y depositario de una extensa red de bancos, se convierte en el banco de otros bancos, en un banco central. En la actualidad, un banco central es aquella autoridad monetaria que utiliza instrumentos de política monetaria, como operaciones de mercado abierto, préstamos en la ventanilla de descuento, ajustes en los requisitos de reservas y cambios en la tasa de referencia, para incidir en el comportamiento del sistema económico y financiero a través de variables clave como la oferta monetaria, el crédito, las tasas de interés, la inflación, el empleo y la actividad económica, buscando alcanzar los objetivos de estabilidad de precios, del sistema financiero y del ciclo económico (Bordo, 2007, pp. 1).

La literatura que examina los inicios y la evolución de la banca central tampoco es homogénea en cuanto a la época en la que nacieron, sin embargo, se destaca de manera general la relevancia del rol de LOLR como una función inicial de estas instituciones, lo que refleja su gran relevancia histórica.

⁵ Se hace alusión a la famosa frase de Capie y sus coautores (1994, pp. 5) "*Definir qué es la banca central es problemático. En cierta forma, lo reconocemos cuando lo vemos.*"

Un ejemplo del punto anterior se encuentra en los trabajos de dos referentes en el tema, Richard Sayers (1976) y Forest Capie et al. (1994), quienes presentan posiciones distintas sobre el surgimiento de estas instituciones, pero coinciden en el peso que se le da a la función de LOLR. El primero, al estudiar la historia monetaria del BoE, argumenta que los bancos de emisión pasan por un proceso evolutivo hasta convertirse en bancos centrales, considerando los canales de creación y destrucción de la base monetaria. Durante el siglo XIX, el BoE pasó de solo financiar a las instituciones de crédito para cubrir los requisitos de reservas legales o las necesidades de sus clientes, a intervenir de manera recurrente en el sistema de pagos como LOLR para evitar que las dificultades de una entidad para hacer frente a sus pagos se propagaran a otras instituciones, generando una crisis de confianza con implicaciones negativas para la economía (Capraro, et al. 2019, pp. 311). Posteriormente, si bien el financiamiento al sector público a través de la emisión de *Treasury bills* comenzó en 1877, este dejó de ser una actividad limitada e irregular después de la Primera Guerra Mundial, cuando el déficit público aumentó en dimensión y la financiación del gobierno se convirtió en la fuente principal de emisión monetaria. A partir de entonces, las negociaciones de los bonos gubernamentales se volvieron más frecuentes, presionando el proceso de determinación de tasas de interés a corto plazo. Así, conforme el sistema crediticio y financiero iba evolucionando, los bancos centrales se fueron adaptando para garantizar cierto nivel de estabilidad del sistema. Por último, el papel del BoE en torno a la protección de las reservas internacionales estaba cubierto, pues para antes del siglo XX había dominado la manipulación de la tasa de interés para atraer flujos internacionales de capital y promover el buen funcionamiento del patrón oro.

Por otro lado, Forest Capie en colaboración de historiadores como Charles Goodhart, Stanley Fischer y Norbert Schnadt en su obra cumbre *The Development of Central Banks* (1994) identifican que las primeras instituciones monetarias establecidas en Europa se fundaron como bancos comerciales especiales, refiriéndose a los privilegios emitidos por parte del gobierno tales como la

autorización de fungir como instituciones bancarias⁶, actividades monopolísticas como la emisión de circulante, y eran el banco principal de la corona. De estos sobresalen los primeros tres en ser fundados: el Sverige Riskbank o Banco de Suecia (1688), el BoE (1694) y el Banco de Francia (1800). Posteriormente, argumentan que la transición de bancos de emisión a bancos centrales sucede con la adopción de responsabilidades que sobrepasaban sus intereses comerciales, como la función de LOLR.

Así, los autores identificaron las instituciones que figuraban antes del siglo XX utilizando una definición de banco central basado en las funciones de monopolio de emisión y de LOLR. En el Cuadro 1.1 es posible observar que a inicios del siglo XIX había un conjunto de instituciones a cargo de la emisión, sin embargo, ninguna era un banco central. En términos de Capie et al. (1994, pp. 5) el carácter de banco central solo se alcanza una vez que la institución adopta también la función de LOLR. En ese sentido, el BoE, por ejemplo, tardó 176 años en convertirse en un banco central, mientras que el Banco Nacional de Bélgica, al adoptar esta función desde su fundación, nace como uno.

Cuadro 1.1. Instituciones de banca central antes del siglo XX

Institución de banca central*	Año de creación	Monopolio de emisión	Prestamista de última instancia (década)
Banco de Suecia	1688	1897	1890
Banco de Inglaterra	1694	1844	1870
Banco de Francia	1800	1848	1880
Banco de Finlandia	1811	1886	1890
Banco de Holanda	1814	1863	1870

⁶ Por ejemplo, a partir de la fundación del Riksbank en Suecia pasaron más de 150 años sin una autorización para la creación de otro banco. En los casos de Finlandia y Dinamarca pasaron algunas décadas. En Inglaterra, dada la legislación que lo impedía, trascurrieron 132 años hasta la creación de otro banco por acciones (Grossman, 2006).

Banco Nacional de Austria	1816	1816	1870
Banco de Noruega	1816	1818	1890
Banco de Dinamarca	1818	1818	1880
Banco de Portugal	1846	1888	1870
Banco Nacional de Bélgica	1850	1850	1850
Banco de España	1874	1874	1910
Banco de Alemania o Reichsbank	1876	1876	1880
Banco de Japón	1882	1883	1880
Banco de Italia	1893	1926	1880

Fuente: Recuperado de *The development of central banking* (Capie et al., 1994, pp. 6).

*Nota: Se excluyen las instituciones de las Antillas Holandesas (1828), Indonesia (1828), Bulgaria (1879), Rumania (1880) y Serbia (1883).

En un inicio, estas instituciones se encontraban dubitativas de intervenir en el mercado cuando una crisis financiera o corrida bancaria se avecinaba. Constantemente debían decidir entre extender apoyo de emergencia a otros bancos o adherirse a sus reservas y dejarlos colapsar. Los múltiples episodios de crisis que agitaron a la Inglaterra del siglo XIX impulsaron la publicación de la obra de Walter Bagehot, después de 1873 el BoE aceptó su responsabilidad pública de preservar el buen funcionamiento del sistema bancario en su conjunto, anteponiendo el devenir económico del país sobre su propia rentabilidad privada. Los operadores financieros pronto aprendieron que esta institución intervendría de forma oportuna y sin retraso. El eco mediático influyó en el debate público para que los bancos de emisión de otros países también aceptaran gradualmente su papel. Así, a partir de 1900 la función finalmente se consolidó como una característica inherente de la banca central para procurar la estabilidad del sistema (Capie et al., 1994, pp. 6).

A partir del debate entre historiadores expuesto en esta sección se puede inferir que, para estudiar y comprender a las instituciones de banca central y su papel en la promoción de la estabilidad financiera, la función de LOLR resulta clave.

2. La función y su relación con la estabilidad financiera

La estabilidad financiera es un tema de interés público ya que cualquier interrupción en su funcionamiento puede tener efectos adversos para la economía y para el bienestar de la sociedad. La importancia que se le atribuye a la estabilidad se remonta a los debates sobre la adquisición de responsabilidades públicas por parte de los bancos de emisión y, por ende, a la función de LOLR. La recurrencia de crisis que detona malestares para la población ha llevado hacia una profunda reflexión en cuanto a los mecanismos necesarios para proveer a la economía de estabilidad. Incluso, las consecuencias desastrosas de la CFG indujeron a algunos bancos centrales a concentrarse aún más en este tema. En algunos casos, llegaron a modificar su marco legal para transformar su interés por la estabilidad financiera en un objetivo de política económica (Sepulveda, 2021, pp. 123).

En contraste con otros objetivos de política económica, como la estabilidad de precios, la estabilidad financiera es difícil de definir y de medir (Gadanecz & Jayaram, 2009, pp. 365). Paul Tucker, ex gobernador de estabilidad financiera del BoE (2011, pp. 3), al ofrecer una definición de estabilidad financiera, puntualiza que esta prevalece cuando el sistema financiero es lo suficientemente resiliente como para soportar eventualidades adversas sin afectar la confianza del público en su habilidad para llevar a cabo sus actividades regulares sin contratiempos. En contraste a esta definición basada en la resiliencia del sistema, el Banco Central Europeo menciona que la estabilidad financiera se puede describir como una situación en la que el sistema financiero permite el funcionamiento sin contratiempos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria (ECB, 2017, pp. 340).

En cuanto a sus implicaciones, el Banco Mundial (2016) menciona que el verdadero valor de la estabilidad financiera podría ser mejor ilustrado al considerar su ausencia, es decir, cuando la economía atraviesa periodos de inestabilidad financiera. Algunas de las consecuencias que la inestabilidad financiera genera son cambios abruptos en los precios, caídas en el mercado de valores y desconfianza en los agentes que los incite a retirar su dinero del banco. Además, los periodos de

estrés financiero tienen efectos negativos sobre el nivel de bienestar de la sociedad, ya que pueden resultar en una contracción del producto y del empleo.⁷

En la actualidad, los bancos centrales contribuyen a la promoción de la estabilidad financiera al menos de tres formas (Schnabel, 2016, pp. 49-53; Panico, 2016, pp. 255):

- i. Regulación estructural
- ii. Supervisión prudencial del sistema financiero.
- iii. Gestión, mitigación y resolución de crisis.

A través de la primera, se define el grado de competencia entre las instituciones financieras que participan en el sistema financiero nacional. Con el segundo tipo, los bancos centrales implementan medidas preventivas y/o prudenciales para evitar que sucedan situaciones que podrían ocasionar una crisis y minimizar su ocurrencia. Las medidas de gestión, mitigación y resolución de crisis se encargan de reducir los costos asociados a los efectos adversos de una crisis materializada.

En cuanto a las primeras medidas de regulación estructural, los bancos centrales suelen trabajar de forma coordinada con autoridades fiscales, legislativas y regulatorias para definir políticas y regulaciones que delimiten la estructura y el funcionamiento del sistema financiero. Algunas de estas medidas incluyen, procedimientos para que las nuevas instituciones financieras ingresen al mercado, restricciones para evitar que las instituciones financieras crezcan hasta un tamaño que les permita ejercer un poder excesivo en el mercado, reglas que limitan la capacidad de las instituciones financieras para diversificar excesivamente sus actividades comerciales, y el establecimiento de techos en las tasas de interés u

⁷ En su estudio sobre los efectos de la inestabilidad financiera en la economía real, Cecchetti, et al. (2009, pp. 4-5) identifican que, durante periodos de inestabilidad, el sistema financiero puede afectarla, aumentando los costos de financiamiento y la aversión al riesgo, disminuyendo la disponibilidad de crédito, la riqueza de los hogares y el valor de las empresas, así como mermando la confianza de los agentes económicos.

otros precios que las instituciones financieras pueden cobrar por sus productos y servicios (Panico, et al., 2016, pp. 255-256).

Las medidas de corte prudencial también requieren del trabajo conjunto entre diferentes autoridades para garantizar la estabilidad y buen funcionamiento del sistema financiero. Con el objetivo de disminuir las vulnerabilidades a las que pueden estar sujetas las entidades financieras individuales, limitar la toma de riesgos e imponer cierta precaución sobre la administración de una empresa, se han establecido medidas de regulación y supervisión microprudenciales, es decir, medidas preventivas con un enfoque en las instituciones financieras individuales, tales como requerimientos mínimos de capital, de liquidez, de transparencia y divulgación periódica de informes financieros, entre otras. Esta aproximación se condujo por muchos años, sin embargo, la CFG mostró que, si bien el cumplimiento de los requisitos microprudenciales de las entidades contribuye a reducir los riesgos sistémicos, no garantizan en sí mismo la ausencia de ellos. De tal forma que, surgió la necesidad de complementar al conjunto de medidas preventivas con medidas que procuraran la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, por lo que se incluyeron medidas macroprudenciales (Jácome, 2013, pp. 95). Estas evalúan de qué forma los problemas a las que se enfrenta una institución financiera podrían tener un efecto sobre el resto del sistema financiero y la economía real.

En relación con el tercer tipo de medidas, la función de LOLR de los bancos centrales es ampliamente aceptada durante crisis financieras agudas, ya que permite la atenuación de sus efectos adversos sobre la economía. De hecho, una de las principales lecciones extraídas de la Gran Depresión es que la ausencia de intervención mediante acciones de LOLR profundizó y prolongó la crisis. Por ende, en la CFG, los bancos centrales actuaron con rapidez, contribuyendo así a evitar una contracción de dimensiones mucho mayores (Schnabel, 2016, pp. 49).

La justificación de la intervención de la institución monetaria es evitar la interrupción del buen funcionamiento del sistema financiero y, con ello, de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. La caída en los precios de activos, la contracción del crédito, la quiebra de instituciones, la pérdida de confianza del

público y el cambio en las expectativas dificultan que los cambios en la tasa de interés de referencia se transmitan eficazmente a los mercados financieros, lo que socava los esfuerzos de los bancos centrales para estimular la actividad económica (Bindseil & Fotia, 2021, pp. 82). De tal forma que, la provisión de liquidez y facilidades de préstamo de emergencia se realiza en virtud de cumplir con los objetivos de política monetaria (Dobler et al., 2016, pp. 8) La mera existencia de esta función ha supuesto una mejora significativa en el nivel de bienestar de la sociedad, ya que ha contribuido a reducir tanto el número como el costo de manejar las crisis financieras.

Así, esta sección revela que las intervenciones del banco central son unas de los grandes esfuerzos coordinados por parte de las distintas autoridades de una economía para reducir la posibilidad de crisis financieras y, en caso de materializarse, para proteger a la economía de los efectos negativos de dichas crisis. La función de LOLR se posiciona como una de las herramientas para cumplir con el objetivo de mantener y promover la estabilidad financiera de un país, en manos de la autoridad encargada de la política monetaria.

Capítulo 2. De Baring a Bagehot: la experiencia del Banco de Inglaterra como prestamista de última instancia en el siglo XIX

En la actualidad, al abordar el tema de prestamista de última instancia (LOLR) tanto en la literatura económica, así como en los discursos de los representantes de las instituciones de banca central⁸, la atención suele centrarse en Walter Bagehot como único referente histórico relevante en la construcción de este concepto. Lo anterior debido a la formulación de la regla de Bagehot, la cual recomienda al Banco de Inglaterra (BoE) “*prestar libremente a una tasa de penalización contra una buena garantía*”⁹ con el propósito de prevenir pánicos y mitigar crisis. No obstante, centrarse únicamente en la regla que lleva su nombre sería una interpretación inicial y reduccionista de sus significativas contribuciones. Lo anterior resulta en una omisión de la riqueza del debate suscitado en el siglo XIX, donde, además de Bagehot, diversos autores discutieron sobre el papel y las responsabilidades adquiridas por el BoE, además de su influencia para preservar la estabilidad del sistema bancario tras episodios de pánico, corridas o crisis bancarias¹⁰.

Autores predecesores a Bagehot centraron su atención en el estudio de las acciones emprendidas por el BoE, destacando su transformación desde su fundación como un banco privado concebido para atender las necesidades financieras de la Corona Británica hasta su creciente participación en la estabilización del sistema bancario inglés de la época. Su ascenso no fue fortuito, la relación simbiótica de los monarcas

⁸ Carre y Leloup (2020, pg. 3-6), al analizar los discursos de banqueros centrales y la literatura posterior a la CFG, identifican una propensión al *name-dropping*, es decir, mencionar el nombre de Walter Bagehot o hacer referencia a la regla de Bagehot de manera superficial y, en ocasiones, para respaldar las políticas de inyección de liquidez.

⁹ La regla de Bagehot, si bien no se encuentra en Lombard Street (1873) de forma continua, sus elementos se encuentran a lo largo del texto.

¹⁰ Los tres conceptos se relacionan al entenderse como un proceso escalonado. La intensificación de un pánico bancario, es decir, la percepción generalizada de la incapacidad de un banco o varios para devolver los depósitos a sus clientes puede desencadenar una corrida bancaria. Esta última se manifiesta cuando los depositantes retiran sus fondos de forma masiva, coordinada y en poco tiempo del banco. La combinación de ambos, que afecta a todo el sistema bancario, da lugar a una crisis bancaria que pone en riesgo la estabilidad financiera.

con el BoE le otorgó privilegios extraordinarios como el monopolio en la emisión de billetes y la designación de responsable único para administrar las finanzas del gobierno, colocándolo en una posición de ventaja en relación con sus pares. Su reputación pública favorable llevó a que otros bancos comenzaran a depositar sus reservas en el BoE, consolidando su posición como el banco de otros bancos. Particularmente, llamó la atención que, en situaciones de pánico y crisis bancarias, los bancos acudían al BoE en busca de préstamos de emergencia para enfrentar retiros masivos. Lo anterior, marcó el surgimiento de un extenso debate sobre la naciente responsabilidad pública del BoE como LOLR en situaciones críticas.

En consecuencia, este capítulo se pregunta qué elementos adicionales se pueden encontrar en la literatura económica del siglo XIX sobre la intervención discrecional del BoE como proveedor temporal de liquidez de emergencia en momentos de crisis para preservar la estabilidad financiera, al considerar a otros autores que participaron en el debate.

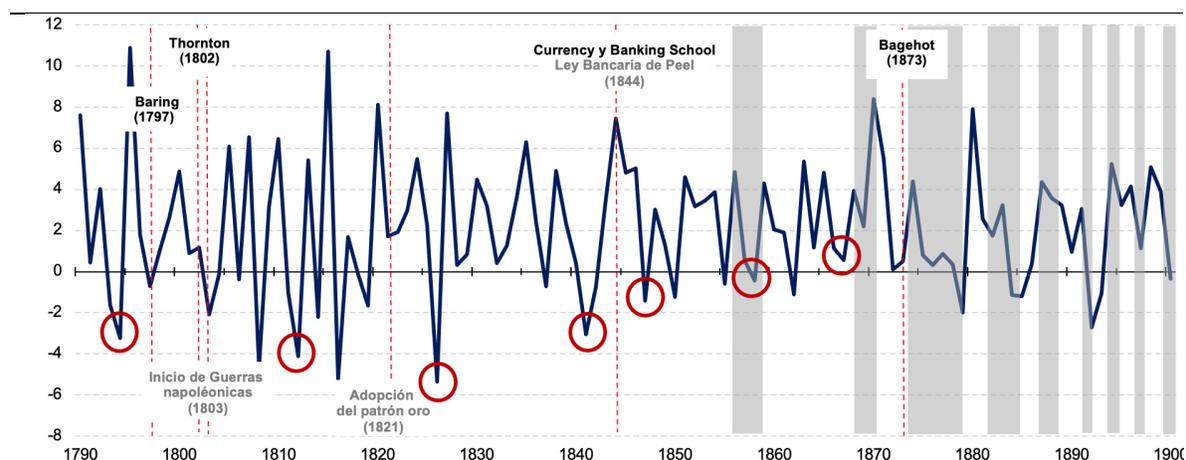
Para dar respuesta a esta interrogante, este capítulo se propone examinar la evolución del estudio sobre la participación del BoE como LOLR en el siglo XIX, analizando con escrutinio no solo la obra original de Walter Bagehot (1873), sino también las de Baring (1797) y Thornton (1802)¹¹, y explorando el debate entre la *Banking School* y la *Currency School* (1844-1866)¹². Por un lado, en los trabajos de los primeros tres autores se encuentran descripciones sobre las características distintivas que observaban del BoE y sus intervenciones durante momentos de crisis: Baring se centró en las acciones emprendidas en las crisis de 1797; Thornton en las de 1793 y 1797; y Bagehot aludía a las de 1847, 1857 y 1866 (véase Gráfica 2.1). Por otro lado, los miembros de la *Banking School* y la *Currency School* jugaron un papel importante en el debate, al examinar la respuesta del BoE durante las crisis

¹¹ Los trabajos de Humphrey (1989), Arnon (2011) y Diatkine (2013) coinciden en que en el debate de la evolución de la función de LOLR en esta época se debe considerar la participación de estos tres personajes clave.

¹² Además, a diferencia de otros trabajos, Humphrey y Keleher (1984) presentan a las controversias monetarias de finales de la primera mitad del siglo como cruciales en esta evolución del pensamiento.

de 1825, 1836 y 1839 y las posibles implicaciones que los cambios legislativos tendrían sobre la discrecionalidad de la autoridad monetaria.

Gráfica 2.1 Producto interno bruto real, Reino Unido (1790-1900)
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Elaboración propia con datos del BoE "Three centuries dataset".

* Notas: Los círculos rojos corresponden a crisis financieras en el Reino Unido registradas por Thomas y Dimsdale (2017). Las áreas sombreadas corresponden a las recesiones económicas con fechado oficial registradas a partir de 1850 por FRED (2024).

Los resultados de este capítulo indican que Baring (1797) identificó que el BoE era el *dernier resort* al que acudían los bancos comerciales de todo el país frente a las corridas bancarias derivadas del conflicto con Francia. Además, enfatizó que la ausencia de apoyo por parte del BoE comprometería las actividades comerciales del país. Posteriormente, Thornton (1802) distinguió al BoE como el candidato único para fungir como LOLR debido a su posición central, monopolio de emisión, amplias reservas y rol de banco de otros bancos, señalando por primera vez en la literatura el dilema del BoE entre sus obligaciones como banco privado y su nascente responsabilidad pública. En el debate entre la *Currency School* y la *Banking School*, aunque la legislación inicialmente respaldó los principios de la primera en la legislación, las crisis subsiguientes condujeron a su suspensión para aprobar la intervención del BoE como LOLR. Esto resultó en una disminución del impacto de las crisis en la economía real en comparación con las anteriores, además de favorecer una mayor discrecionalidad en la actuación del banco. Por último, Bagehot (1873) presentó argumentos en línea con la corriente mainstream para justificar la

intervención del BoE en momentos de crisis. En su contribución al debate, destacó la necesidad de garantizar el respaldo, aunque únicamente en circunstancias excepcionales y a una tasa de interés superior a la del mercado. Además, señaló que la intervención debía respaldar a los bancos con problemas de liquidez que pudieran ofrecer garantías que en condiciones normales se consideren como sólidas. Asimismo, enfatizó la necesidad de identificar el origen de los pánicos para evitar contagios y de promover la solidez de las instituciones financieras para enfrentar crisis sin depender exclusivamente en el LOLR.

Para ofrecer un panorama completo del desarrollo histórico y las ideas claves relacionadas a la construcción de la función de LOLR, con énfasis en el caso del BoE, se propone la siguiente estructura del capítulo: En la primera sección se describe con más detalle la fundación del BoE. En la segunda se examina la primera aparición del concepto en la publicación de Sir Francis Baring. La siguiente sección describe el análisis de Henry Thornton en 1802, abordando un conjunto de características que distinguían al BoE de otros bancos privados y los desafíos en términos de política económica que ello implicaba. En la cuarta sección se presenta el debate entre dos influyentes escuelas de pensamiento económico de la época y su relación con la capacidad discrecional del BoE para enfrentarse a crisis. La última sección aborda la obra de *Lombard Street* de Walter Bagehot, distinguiendo entre los puntos que comparte con Thornton y sus aportaciones personales.

1. El Banco de Inglaterra en el sistema bancario de la época

La historia de la fundación del BoE se remonta hacia finales del siglo XVII como respuesta a las graves dificultades financieras del gobierno británico y a su mala reputación de pago de la Corona con los banqueros londinenses. William Patterson, junto con un grupo de comerciantes y banqueros, presentó ante el parlamento la propuesta de establecer un banco para financiar al gobierno. En 1694, se formalizó su establecimiento mediante un acta del parlamento, adoptando el nombre oficial de Gobernador y Compañía del Banco de Inglaterra.

En las décadas posteriores, la relación simbiótica entre la Corona y el BoE se intensificó. A medida que la primera necesitaba financiamiento, el BoE facilitaba préstamos sustanciosos, recibiendo a cambio una serie de privilegios. Por ejemplo, aunque inicialmente se estableció con una esperanza de vida de 11 años, el parlamento autorizó en reiteradas ocasiones la renovación de su acta constitutiva en miras de seguir financiando a la Corona. Adicionalmente, en 1697, se le otorgó el derecho exclusivo de gestionar los fondos gubernamentales, convirtiéndolo en el único banco privado autorizado para recibir los depósitos de la corona, custodiar sus fondos y manejar sus transacciones. Otro ejemplo se evidencia en la progresiva concesión del monopolio de emisión. En 1709, se prohibió a los bancos con menos de seis miembros emitir billetes pagaderos a la vista, excluyendo a una cantidad considerable de bancos de la emisión. En 1833, los billetes del BoE se declararon de curso legal y, finalmente, en 1844, se estableció oficialmente su monopolio en la legislación. Su función como emisor de billetes y agente financiero del gobierno le otorgaron una posición central en el sistema bancario en relación a sus pares, consolidando su reputación ante el público (Vera, 1993, pp. 3-8).

Lo anterior cambió la estructura bancaria, llevándola hacia un sistema de reserva única administrado por el BoE. En situaciones de pánico, marcados por un aumento anormal en la demanda de circulante, los bancos respondían utilizando los billetes del BoE para atender los retiros de depósitos, trasladando así la responsabilidad de convertir estos billetes en oro al BoE. Lo anterior motivó a los bancos provinciales a almacenar la mayoría de sus reservas en el BoE, convirtiéndolo en el depositario de las reservas de los bancos, en el banco de otros bancos.

Adam Smith, en su célebre obra *Una investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones* (1776 [1977], pp. 424), resaltó que el BoE además de llevar a cabo funciones habituales de un banco privado ordinario, actuaba como el motor de la actividad del Estado al financiarlo en repetidas ocasiones. Subrayó también que al buscar su propia estabilidad, el BoE promovía la estabilidad del gobierno inglés.

La particularidad de su establecimiento, el suministro frecuente de recursos al gobierno, los privilegios que gradualmente fue adquiriendo y su creciente papel en el sistema, dieron lugar a un amplio debate tanto en el quehacer político como en los círculos académicos sobre el rol que debería desempeñar el BoE frente a futuros episodios de pánico.

2. La primera aparición del concepto

Hacia finales del siglo XVIII, el gobierno inglés, encabezado por William Pitt, se vio en la necesidad de pedir préstamos de forma excesiva al BoE, ya que se avecinaba el inicio de la guerra entre Inglaterra y Francia. La incertidumbre que el enfrentamiento bélico representaba generó un conjunto de corridas bancarias, en un momento en el cual sus reservas ya se encontraban en niveles muy bajos.

En 1797, el mismo año en el que se liberó al BoE de la obligación de convertir sus billetes en oro ante sus casi agotadas reservas y la demanda creciente de circulante por parte del público, Sir Francis Baring , un prominente comerciante y banquero de la familia Baring, escribió la obra *Observaciones sobre el establecimiento del Banco de Inglaterra*. En ella, abordó la situación y potencial respuesta del BoE para afrontar la falta de liquidez ante las amenazas de invasión por parte de Francia.

En esta situación, el país en general no podía tener otro recurso que Londres; y, después de haber agotado a los banqueros, ese recurso finalmente cayó en el Banco de Inglaterra. Mientras tanto, la alerta en el país siguió aumentando; la confianza en sus Bancos se desvaneció; todos los acreedores clamaban por el pago, que él insistía en que se hiciera en oro, y que se cumplía, hasta que los bancos de Londres se agotaron. (Baring, 1797 [2007], pp. 8)

En su relato, el autor expuso cómo el pánico generalizado en toda Inglaterra generaba que el público acudiera en masa a los bancos de la capital. Sin embargo, la determinación de los bancos por preservar la conversión de banco notas a oro resultó en una disminución de las reservas disponibles del BoE.

Al principio, el Banco se acomodó a las circunstancias y suministró abundantes provisiones; pero, lamentablemente, los directores se apoderaron del pánico; sus nervios no podían soportar la demanda diaria y constante de guineas; y con el fin de frenar esa demanda, redujeron sus descuentos a un punto nunca experimentado y que ponía en peligro considerable cada parte del comercio del país. (Baring, 1797 [2007], pp. 8)

Ante la situación de pánico que persistía, en un momento inicial el BoE tomó el liderazgo para saciar la creciente e insatisfecha demanda por oro. Sin embargo, como describe Francis Baring, la situación puso en una encrucijada a los directores del BoE, ya que desde la perspectiva de un operador privado no resultaba conveniente proporcionar ayuda en momentos de incertidumbre. Sin embargo, también reconocían que el mercado dependía de los suministros del BoE.

En tales casos el Banco no es un organismo intermediario, ni un poder; no hay algún recurso para su negativa, porque es el *dernier resort* (último recurso). (Baring, 1797 [1993], pp. 8)

En ese culminante momento, Baring se refirió al BoE como el “*dernier resort*”, la única institución a la cual los bancos privados pueden recurrir para satisfacer sus necesidades de liquidez en tiempos de crisis. A pesar de ser una empresa privada y enfrentar riesgos al auxiliar a otros bancos comerciales, para el autor no había espacio para que la institución negara su ayuda.

En la obra de Baring se encontraron al menos tres elementos cruciales relacionados al papel del BoE como LOLR. En primer lugar, los agentes económicos, al agotar las opciones de financiamiento en el mercado londinense, no tenían más opción que recurrir al BoE en busca de respaldo financiero. Adicionalmente, el autor reconoció que el cuerpo directivo del BoE decidió detener la provisión de liquidez, priorizando sus propios intereses sobre los del país. Por último, subrayó la inevitabilidad de la intervención del BoE en momentos de crisis, resaltando su rol en la estabilidad financiera.

3. La experiencia del Banco de Inglaterra descrita por Henry Thornton

El concepto de LOLR fue nuevamente desarrollado y abordado de manera rigurosa pocos años más tarde en la obra *Una investigación sobre la naturaleza y los efectos del papel crédito de Gran Bretaña* en 1802 por Henry Thornton, un destacado economista y banquero. Fue miembro del parlamento inglés desde 1783 hasta su fallecimiento en 1815. Poseía un profundo conocimiento, heredado de su padre John Thornton y su abuelo Robert Thornton, quienes fungieron como directores del BoE. Además, su hermano Samuel Thornton además de ser director, ocupó el cargo de gobernador de 1799 a 1801 (Fonseca, s.f.).

La obra de Thornton describe la experiencia del BoE durante las crisis financieras de 1793 y 1797, así como las consecuentes discusiones que surgieron a raíz de estas situaciones. En particular, aborda de manera pionera en la literatura económica la disyuntiva a la que se enfrentaba el BoE entre hacer frente a las demandas de la sociedad y seguir sus propios intereses privados. Además, proporciona una descripción del conjunto de características que hacían del BoE una entidad especial para desempeñar el papel de LOLR, así como algunas cuestiones de política económica a los que se podría enfrentar el BoE.

3.1 La disyuntiva entre banco público y banco privado

Thornton describió el dilema por el que pasaba el BoE durante los períodos de pánico financiero. En dichas situaciones, la institución se veía ante el dilema de restringir la emisión de créditos para salvaguardar sus reservas de oro o expandir los créditos para auxiliar al sistema financiero en general. Es decir, debía decidir entre velar por sus propios intereses como banco privado o asumir la responsabilidad de actuar como LOLR para aminorar el pánico y estabilizar el sistema financiero.

Thornton partió por destacar que el BoE, a pesar de ser un banco de propiedad privada, no podía ser comparado con otros bancos privados. A diferencia de ellos, su fundación se llevó a cabo a través de una acta del parlamento inglés con el propósito de cumplir una función pública, por lo que se trata de un banco “público” o “nacional”.

Retomando su participación en el Comité del Parlamento en 1797, destacó en su publicación de 1802 que el establecimiento del BoE promueve un modelo en el cual los bancos privados en lugar de mantener sus propias reservas de oro confían en el tamaño y la disponibilidad de las reservas áureas y los billetes bancarios respaldados por el BoE.

El banco público, obligado a abastecerse en gran medida de dinero para sus propios pagos, se convierte en una reserva de oro a la que los bancos privados pueden recurrir con poca dificultad, gasto o demora para satisfacer sus diversas necesidades. (Thornton, 1802 [1939], pp. 46).

Así, el BoE no solamente debía mantener altas reservas de oro para sus propias operaciones, sino que se convirtió en la reserva a la que los bancos privados podían recurrir constantemente para saciar sus necesidades de liquidez. Esta dinámica adquirió relevancia en momentos de pánico, ya que los bancos comerciales utilizaban las banco notas emitidas por el BoE para satisfacer la demanda de liquidez de sus clientes y mantener la confianza del público en momentos de incertidumbre. Ello implicaba que el BoE se convertía el responsable de la convertibilidad de los billetes en oro (Humphrey & Keleher, 1984, pp. 282-283).

3.2 Las características del prestamista de última instancia

En la obra de Thornton es posible encontrar valiosas descripciones de algunas características que convertían al BoE en un banco especial para fungir como LOLR. La primera característica que mencionó el autor es su posición como la fuente última de liquidez para todo el sistema financiero. El BoE se encargaba de mantener altas reservas de oro, lo cual resultaba particularmente útil en momentos críticos, ya que permitía satisfacer la demanda creciente de liquidez. Además, el BoE contaba con el monopolio de emisión de billetes, los cuales eran confiables y seguros, ampliamente aceptados e incluso se le consideraba un equivalente cuasi perfecto del oro (Humphrey & Keleher, 1984, pp. 283).

La segunda característica que identificó Thornton es que el BoE debía contar con la capacidad de conservar un nivel suficiente de reservas de oro, ya que ello inspiraba

confianza en el mercado al garantizar su disponibilidad en tiempos normales y en situaciones de estrés (Thornton, 1802 [1939], pp. 57-58). Así, esta característica establecía que el BoE debía mantener un nivel suficiente de reservas para saciar la demanda de toda la economía, lo cual es una función pública crucial.

La tercera característica es que el BoE, a pesar de estar constituido como un banco privado, contaba con responsabilidades públicas. Si bien los bancos comerciales tienen responsabilidades y obligaciones exclusivamente con sus clientes, el BoE debía responder ante toda la economía y brindar apoyo al conjunto de instituciones del sistema financiero durante momentos de crisis.

El autor emitió una explicación de lo anterior. Señaló que, en tiempos difíciles, los bancos privados prudentes tienden a reducir la emisión de préstamos con la intención de proteger su propia liquidez y minimizar riesgos de impago. Sin embargo, si todos los bancos privados adoptaran esta postura entonces se generaría una contracción de la cantidad de fondos prestables disponibles, lo que afectaría negativamente a la economía. A diferencia de otros bancos privados, el BoE, a pesar de ser también uno, debe reaccionar en sentido opuesto, aumentando su emisión de banco notas y de préstamos al público (Thornton, 1802 [1939], pp. 166).

La razón detrás de esta acción contraria a la de otros bancos privados radica en el relevante papel del BoE en el sistema financiero y las responsabilidades que adoptó gradualmente. Una política contractiva del crédito por parte de la institución, como reducir la emisión de préstamos, tendría un impacto negativo sobre la oferta monetaria agregada, afectando adversamente a la economía. Por lo tanto, el BoE debía desempeñarse inversamente al comportamiento de los bancos privados en momentos de crisis para apoyar el funcionamiento general de la economía (Humphrey & Keleher, 1984, pp. 284).

3.3 Algunas preocupaciones en torno a la implementación de la función

En su análisis, Thornton planteó varias preocupaciones relacionadas con el ejercicio de la función de LOLR y las implicaciones que puede tener en la política económica

(Humphrey, 1989, pp. 9-11). Al igual que la sección anterior, el autor lo aborda basándose únicamente en la experiencia del BoE.

En primer lugar, el autor observó la posible dificultad del BoE para conciliar su responsabilidad de gestionar un crecimiento estable de la circulación monetaria y su función como LOLR. Por un lado, la institución debía procurar un crecimiento de la oferta monetaria relativamente estable, lo que implicaba ejercer restricciones para mantener una tasa de expansión de los billetes moderada y constante. Por otro lado, el ejercicio de la función de LOLR requería el abandono de esas restricciones para proveer de la liquidez que el mercado demandaba. Esta contradicción genera un aparente conflicto de interés para el BoE. Ante esta cuestión escribió:

Limitar la cantidad total de papel emitido y recurrir, con este propósito, a algún principio efectivo de restricción [...], sin embargo, en ningún caso disminuir materialmente la suma en circulación, sino dejar que oscile solo dentro de ciertos límites; permitir una extensión lenta y cautelosa de la misma a medida que el comercio general del Reino se expanda; permitir algún aumento especial, aunque temporal, en caso de cualquier alarma o dificultad extraordinaria, como el mejor medio para evitar una gran demanda de guineas en el país; [...], esta parece ser la verdadera política de los directores del Banco de Inglaterra (Thornton, 1802 [1939], pp. 141).

Si bien el autor proponía que el BoE debía regular la oferta monetaria para que creciera a un ritmo estable, también reconoció que la institución se enfrentaba periódicamente con corridas bancarias que requerían de una mayor provisión de liquidez. Sin embargo, para Thornton no había ninguna contradicción entre una política de crecimiento estable de la circulación monetaria y las acciones necesarias para proveer de liquidez a la economía durante momentos de estrés. El autor menciona que la primera hace referencia al crecimiento de largo plazo de la oferta monetaria, mientras que la segunda se trata de desviaciones temporales con respecto a la tendencia.

En su obra, Thornton (1802 [1939], pp. 66) escribió “*si ha habido alguna falta en la conducta del Banco de Inglaterra, la culpa, según creo, ha sido más bien [...] por restringir demasiado sus notas en las últimas temporadas de alarma, que por el de ampliarlas demasiado*”. La anterior afirmación revela una postura a favor de una política con cierta flexibilidad en la emisión monetaria para hacer frente a las situaciones de pánico.

Como una segunda preocupación de política económica, el autor reflexionó sobre el alcance de la función de LOLR, planteando si la función debiese de ejercerse para auxiliar a bancos individuales o si su propósito se encamina a brindar apoyo al sistema financiero en su conjunto.

De ninguna manera se pretende dar a entender que el Banco de Inglaterra se convertiría en el encargado de aliviar toda angustia que la temeridad de los bancos nacionales pueda traerles; el banco, al hacer esto, podría alentar su imprevisión. Parece haber un punto medio al que un banco público debería apuntar al conceder ayudas a establecimientos inferiores, y que a menudo debe resultar muy difícil de observar. El alivio no debe ser tan rápido y liberal como para eximir a quienes conducen indebidamente sus negocios de todas las consecuencias naturales de su culpa, ni tan escaso y lento como para involucrar los intereses generales. Estos intereses, sin embargo, seguramente serán defendidos por toda persona afligida cuyos asuntos son grandes, por indiferente o incluso ruinoso que sea su estado. (Thornton, 1802 [1939], pp. 236).

De este pasaje es posible identificar cuatro elementos clave sobre la postura de Thornton en cuanto al alcance de la función de LOLR:

1. Al referirse a los intereses generales, el autor sugirió que, al apoyar a una institución en apuros, el BoE cumple con su responsabilidad con el sistema financiero en su conjunto.
2. Cuando se menciona que su intervención no debería de darse por sentado, el texto hace alusión a problemas que hoy se definirían como

de *riesgo moral*, es decir, cuando las entidades bancarias, en búsqueda de mayores tasas de ganancias, adoptan comportamientos más arriesgados en sus operaciones, sabiendo que el LOLR estará ahí para brindarles apoyo. Ante esta situación, Thornton aconsejó que se discrimine en la asistencia a los bancos que actúen con imprudencia o malas conductas, con la intención de desincentivar a otros bancos de asumir riesgos similares. El comportamiento irresponsable de un banco debería traer consigo consecuencias en forma de pérdidas. Sin embargo, en casos donde el riesgo amenace con expandirse y causar problemas para terceros, entonces el LOLR sí debería intervenir.

3. La referencia a un mal manejo de los negocios de algunos bancos indica que la asistencia no debe ser otorgada en las mismas condiciones que a un banco que opera de manera responsable, por lo que el banco imprudente podría estar sujeto a penalizaciones, sean condiciones más estrictas para la asistencia, una tasa de interés superior, medidas correctivas u otra medida.

Por último, el autor reflexionó sobre el momento en que la autoridad monetaria debería de intervenir como LOLR. La cuestión de política económica recae en si la función debe ejercerse de manera preventiva antes de que el choque suceda, o bien, después de que ocurra. A esta interrogante el autor sostiene que la función intrínseca de una entidad como el BoE no es prevenir las perturbaciones económicas, ya que estas se pueden desencadenar por cualquier tipo de situación de alarma, por ejemplo, los rumores de una posible invasión extranjera (Thornton, 1802 [1939], pp. 155 y 207). En lugar de ello, su responsabilidad radica en aislar a la economía del impacto de estos eventos al frenar el pánico con una provisión de liquidez cuantiosa; en la terminología actual, esto se entendería como una medida de mitigación de crisis.

En este punto, es interesante detenerse y preguntarse si realmente es posible separar ambos momentos. Si se trata de un choque generalizado, la distinción se vuelve casi imposible de realizar; empero, si el caso se refiere a una sola institución,

el autor considera que, antes de que el problema se agrave, es necesario intervenir con una provisión de liquidez para evitar daños mayores.

...Si un banco falla, es probable que se produzca una corrida general en los bancos vecinos, la cual, si no se detiene desde el principio mediante una inyección de una gran cantidad de oro en la circulación, conduce a un daño muy extenso. (Thornton, 1802 [1939], pp. 98).

En resumen, Thornton (1802) aprovechó su experiencia en el parlamento y su cercanía con miembros de la dirección del BoE para estudiar a dicha institución. Al abordar la disyuntiva del BoE entre sus responsabilidades hacia el sistema bancario y sus intereses privados, Thornton definió por primera vez al BoE como un banco público. Mencionó que, desde su creación con el propósito de financiar al gobierno, el BoE ha llevado a cabo actividades de carácter público. Además, destacó las características distintivas que lo hacían el candidato único para fungir el papel de LOLR, como ser la fuente última de oro y billetes de otros bancos, contar con amplias reservas de oro y la capacidad de aumentar la oferta de préstamos emitidos en momentos de crisis. Por último, reflexionó sobre algunas críticas o preocupaciones del público aclarando que, por ejemplo, las intervenciones del BoE podrían provocar un aumento de la circulación monetaria, sin embargo, deberían de entenderse como una desviación temporal; los problemas de riesgo moral se podrían prevenirse mediante un respaldo selectivo, que discriminara a los bancos con malas prácticas; y, el papel del BoE no se centraría en la prevención de crisis, sino en su mitigación.

4. Las controversias monetarias a mitad del siglo XIX: El debate entre la Currency y Banking School

4.1 El contexto histórico y los actores involucrados en el debate

En 1821, Inglaterra decidió reinstaurar el patrón oro en su ordenamiento legislativo. Esto implicó la adopción de un sistema monetario en el cual los billetes y monedas están respaldados por reservas de oro y se podían canjear por un equivalente en

oro según una tasa de cambio establecida. Esta decisión fue resultado de un periodo de restricción que duró aproximadamente 25 años y se caracterizó por una emisión excesiva de moneda y ausencia de convertibilidad.

El retorno al patrón oro fue respaldado por destacados economistas de la época, como David Ricardo y Henry Thornton. Además, las dos escuelas del pensamiento monetario más influyentes del momento, la *Banking School* y la *Currency School*, también presentaron argumentos a favor de su uso, sobre todo después de su instauración. Esta decisión no estuvo exenta de debate, de hecho, algunos pensadores influyentes del momento, como aquellos pertenecientes a la *Birmingham School*, presentaron sus dudas y argumentaron en contra, dadas las posibles implicaciones para el sector industrial (Capraro et al., 2019, pp. 290). A pesar de estas críticas, en 1821 se decidió reinstaurar oficialmente el patrón oro en el ordenamiento legislativo inglés.

Si bien la *Banking School* y la *Currency School* mostraron la misma postura con respecto al patrón oro como base del sistema monetario, a mediados del siglo XIX surgieron discrepancias relevantes entre ambas escuelas en torno a la regulación de la emisión de moneda. En el Cuadro 2.1 se presentan algunos de los miembros más destacados de ambas escuelas, cuyas ideas influyeron en el debate sobre el papel del BoE en la emisión monetaria y en el sistema financiero. Las discusiones entre ambas escuelas tuvieron amplias implicaciones en la política monetaria de la época, en particular, aquella relacionada con la discrecionalidad del BoE.

Cuadro 2.1. Miembros destacados de la *Banking* y la *Currency School*

Escuela monetaria	Miembros destacados
<i>Currency School</i>	<ul style="list-style-type: none">• Lord Overstone• George W. Norman• Robert Torrens• William Ward

Banking School

- Thomas Tooke
 - John Fullarton
 - James Wilson
 - J. W. Gilbart.
-

Fuente: Elaboración propia con datos de Daugherty (1942).

4.2 Las diferentes posturas presentadas por las escuelas de pensamiento

4.2.1 Currency School

La *Currency School* fue una escuela del pensamiento económico que tomó fuerza a raíz de las crisis monetarias y a los problemas asociados al patrón oro durante las décadas de 1820 y 1830. Sus principales exponentes abogaron por el establecimiento de una regla monetaria estricta que pudiera regular la emisión de dinero y controlar el nivel de las reservas de oro.

La *Currency School* identificó que, debido a la ausencia de requisitos mínimos de reservas, los bancos privados estaban dispuestos a poner en riesgo la seguridad de sus negocios en búsqueda de ganancias a corto plazo. Esto los llevaba a continuar emitiendo préstamos, pese a registrar una salida de oro de sus reservas. Cuando finalmente optaban por contraer la emisión, provocaban considerables afectaciones a la economía (Humphrey, 1999, pp. 291).

Esta escuela defendió que la mejor forma de regular la emisión de billetes residía en la implementación de un mecanismo regulatorio, una regla que limitara la discrecionalidad de los banqueros en cuanto a la emisión monetaria. Para asegurar la efectividad de dicha regla era necesario establecer como requisito que la emisión se redujera en la misma proporción a la pérdida de reservas, lo que garantizaría una contracción gradual y temprana. La *Currency School* sostuvo que apartarse de la regla significaría una emisión excesiva, lo cual provocaría una caída de las reservas y un desencadenamiento de pánicos financieros. Estos últimos podrían agravar aún más las salidas de oro, ya que el público en situación de alarma buscaría convertir sus billetes en oro ante la posibilidad de una suspensión de pagos en efectivo.

La regla monetaria de esta escuela se logró materializar en la legislación inglesa en la Ley Bancaria de Peel (*Peel Act*) en 1844. Uno de los estatutos establecidos por la Ley¹³ fue que los billetes de los bancos privados debían estar respaldados por un valor idéntico de oro, excepto por una cantidad fija de billetes emitidos respaldados por valores gubernamentales. En términos modernos, los bancos debían de cumplir con un requisito de reservas de oro de 100% para respaldar la emisión de billetes, con la excepción de aquellos previamente mencionados. De tal forma que, la emisión de billetes quedó supeditada a la cantidad de oro que los operadores depositaban a los bancos, suprimiendo las decisiones discrecionales de las autoridades que conducen la política bancaria. Como menciona Capraro et al. (2019, pp. 269) “*la emisión monetaria, en lugar de depender de las decisiones discrecionales del Banco, dependía de la cantidad de oro que los operadores entregaban a esta entidad.*”

4.2.2 Banking School

Aunque se encuentran evidencias de que J.W. Gilbart expresó ciertas objeciones y desaciertos a la propuesta de la *Currency School* en su artículo de 1841, la mayoría de los miembros de la *Banking School* no hicieron públicas sus críticas hasta después de la puesta en marcha del *Peel Act*¹⁴. De hecho, tanto Thomas Tooke

¹³ Los puntos más relevantes en el Peel Act fueron los siguientes (Humphrey, 1984, pp. 293):

- i. Se implementó la separación de funciones dentro del BoE en dos departamentos: el departamento de emisión y el departamento bancario. Ambos gestionados de forma autónoma.
- ii. El departamento de emisión se encargaría de administrar las reservas de oro del BoE. Los billetes en circulación debían respaldarse por oro, salvo una fracción de 14 millones de libras esterlinas, que deberían respaldarse por bonos gubernamentales. Además, el BoE tenía la responsabilidad de canjear sus billetes por moneda metálica a solicitud de los portadores.
- iii. Se prohibió la creación de nuevas entidades emisoras de billetes. Los bancos que existían antes de la promulgación de la Ley se les permitió continuar emitiendo billetes, siempre y cuando no aumentaran la cantidad en circulación.

¹⁴ Daugherty (1942, pp. 148) sostiene que la Ley se aprobó sin contratiempos, ya que los miembros de esta escuela no se posicionaron en contra de ella previo a su promulgación.

como John Fullarton presentaron su postura en desacuerdo hasta 1844. Seguido de estas publicaciones, James Wilson se opuso a la imposición de reglas estrictas sobre la discrecionalidad y en 1845 publicó una serie de artículos en la revista *The Economist*.

Partiendo desde la perspectiva de un banquero, los representantes de esta escuela se oponían a la imposición de reglas fijas en la emisión monetaria ya que representaba una restricción al libre mercado en el sector bancario. Según su punto de vista, la emisión de billetes debería de ajustarse conforme a las necesidades de la economía. Argumentaban que, los bancos, al contar con un conocimiento amplio de las dinámicas del mercado, tenían la capacidad para ajustar eficientemente la emisión sin sobrepasar la demanda.

Thomas Tooke y John Fullarton presentaron una alternativa constructiva para dejar atrás las reglas monetarias: el BoE debería de aumentar el volumen de sus reservas y permitir una salida controlada de fondos hasta cierto monto y, en caso de sobrepasarlo, tomar las acciones pertinentes para frenar la fuga. Si bien la propuesta ofrecía cierta discrecionalidad, esta no tuvo el eco suficiente como para modificar el *Peel Act* y el BoE continuó operando dentro de los límites previamente establecidos (Daugherty, 1942).

4.3 Avances en la discusión del prestamista de última instancia a partir del debate entre la Currency School y la Banking School

Las crisis financieras ocurridas en 1847, 1857 y 1866 jugaron un papel crucial a favor de la *Banking School* al mostrar las consecuencias negativas del establecimiento de reglas rígidas. Durante estas corridas bancarias, el BoE se encontró inicialmente atado de manos y sin la capacidad de tomar las medidas necesarias para detener las crisis debido a los lineamientos establecidos en el *Peel Act*. Ante las desastrosas implicaciones de las crisis sobre la economía, el BoE se vio obligado a violar la Ley y actuar como LOLR con la intención de proporcionar liquidez y estabilizar el sistema financiero.

Es relevante mencionar que, conforme las implicaciones de las crisis se hicieron evidentes en la economía, el BoE obtuvo el respaldo del Parlamento, ya que en las tres ocasiones suspendieron temporalmente el *Peel Act*. Si bien esta experiencia se planteó como una de las primeras evidencias de la importancia de la intervención del BoE como LOLR para estabilizar el sistema financiero durante tiempos difíciles, esta medida se tomó cuando las consecuencias en la economía ya eran palpables. La ausencia de reglas rígidas como lo fue el *Peel Act* y una emisión monetaria discrecional antes de la crisis seguramente habrían contribuido a evitar mayores problemas.

Así, estas experiencias proporcionaron ejemplos concretos de las limitaciones que conlleva el establecimiento de reglas rígidas en el sistema bancario y de la necesidad de contar con mayor discrecionalidad en la actuación del BoE, sobre todo con la llegada de episodios críticos en la economía. La *Banking School* argumentó que dotar a la institución monetaria de mayor discrecionalidad para ajustar la oferta monetaria podría mitigar los efectos adversos de los problemas en el sistema bancario.

En resumen, las terribles consecuencias de las crisis financieras ante las restricciones en la legislación británica, aunado al debate entre la *Banking School* y la *Currency School*, pusieron sobre la mesa la necesidad de dotar al BoE de discrecionalidad para hacer frente próximos episodios de estrés financiero. Como resultado de la experiencia en Inglaterra, los intelectuales se inclinaron a favor de los principios de la *Banking School*, argumentaron que el BoE debería de contar con las facultades para proporcionar el apoyo de liquidez necesario en momentos de crisis, es decir, la capacidad de fungir como LOLR.

Ciertos personajes cercanos a los principales exponentes de esta escuela encontraron inspiración en el debate entre la *Banking School* y la *Currency School*, así como en la participación del BoE para abatir las crisis recurrentes. Uno de los personajes más destacados en este sentido fue el propio yerno de James Wilson, Walter Bagehot.

5. Walter Bagehot y su legado

5.1 La figura de Walter Bagehot y su relevancia en el contexto financiero del siglo XVIII

Walter Bagehot (1826-1877) fue un destacado intelectual cuya influencia se extendió a través de su participación en los medios. Su estilo de escritura y enfoque analítico captaron la atención de los lectores, ejerciendo una notable presencia en la esfera intelectual de la Inglaterra de la época victoriana. Sus intereses abarcaron temas diversos, como política, economía y finanzas. Bagehot se destacó como un colaborador frecuente y de renombre en la revista *The Economist*, cuyo fundador fue James Wilson, un hombre de negocios, miembro de la *Banking School* y también suegro de Bagehot. Tras el fallecimiento de James Wilson, Bagehot tomó responsabilidad de la revista y se dedicó a escribir de manera constante, sin quitar el dedo del renglón acerca de las repercusiones sociales que las transformaciones económicas tenían sobre la población.

En la esfera política, Walter Bagehot es conocido por su libro *La constitución inglesa*, publicado en 1867. En esta obra, el autor analizó detalladamente la dinámica, estructura y funcionamiento del sistema político de Inglaterra, profundizando en algunas cuestiones sobre las instituciones pilares del país como la monarquía, el parlamento y el sistema de gobierno. Además, Bagehot también tomó un papel relevante por sus contribuciones en economía y finanzas. Junto con sus participaciones regulares en la revista, escribió uno de los libros clásicos en el estudio del dinero titulado *Lombard Street: Una descripción del mercado de dinero* en 1873. En esta obra, el autor ofreció un análisis sobre el sistema bancario y monetario de su época. Asimismo, utilizando un lenguaje claro y sencillo que invita a la lectura, este texto muestra un panorama de la fundación, características, funciones y objetivos del BoE. Expresándose en menos de cien páginas, Bagehot retoma las aportaciones de Henry Thornton y la controversia monetaria a mitad del siglo XIX. Su obra se presenta como un reflejo de las ideas y pensamientos que maduraron de dichas discusiones y que marcaron el fin de la *British Monetary Orthodoxy* (Fetter, 1965).

Una de las particularidades de este libro es su exitoso intento por persuadir tanto al público en general como a los miembros directivos y administrativos del BoE, en cuanto a la importancia del papel del BoE para fomentar la estabilidad del sistema bancario. Para lograr este cometido, Walter Bagehot presentó una serie de argumentos en línea con la corriente dominante del pensamiento económico, mostrando cómo la intervención del BoE, bajo algunas consideraciones, era compatible con los principios de un estado liberal. En lugar de mostrar estas intervenciones como una contradicción con el liberalismo económico, la obra de Bagehot abogó por un apoyo sujeto a penalizaciones, destinado a reducir la incertidumbre sin la necesidad de cambios en la legislación británica, y reservado para situaciones excepcionales de crisis. Tras su publicación y el consenso establecido entre los directores del BoE de su papel en el sistema bancario, las corridas bancarias desaparecieron por más de un siglo en Inglaterra.

A continuación, se describen las aportaciones de Walter Bagehot en la construcción del concepto de LOLR. Se comienza por abordar algunas cuestiones que simpatizan con el análisis expuesto por Thornton. Posteriormente, se describen las valiosas aportaciones de Bagehot para el estudio del actuar del LOLR. Dado que muchas de sus ideas se encuentran en comentarios sutiles, se hace referencia a fragmentos y pasajes de *Lombard Street*.

5.2 Puntos en común con Henry Thornton

En la obra de Thornton de 1802 se encontraron las primeras bases para comprender la importancia de la función LOLR como una herramienta de las autoridades monetarias para brindar apoyo financiero en momentos de crisis. Tras un poco más de siete décadas, la obra de *Lombard Street* de Walter Bagehot logró llevar este debate un paso más allá, al desarrollar el concepto con mayor detalle, profundizando en su rol y funciones en el sistema financiero.

Al examinar la obra de Bagehot, es posible identificar algunos puntos que ya habían sido explorados por Thornton en su trabajo de 1802. Ambos autores basan su análisis en el contexto del sistema bancario y financiero de Inglaterra, aunque en

momentos históricos distintos, siendo uno a principios del siglo XVIII y otro en el tercer cuarto del mismo siglo.

Un primer punto complementario es la disyuntiva del BoE como un banco privado con la responsabilidad de cuidar las reservas de otros bancos comerciales (Bagehot, 1873 [2021], pp. 19-21) y mantener un nivel elevado de reservas para atender su responsabilidad de proveer liquidez al sistema en momentos de crisis, con los intereses de los directivos del BoE que buscan maximizar sus ganancias y preservar el funcionamiento de su empresa (Bagehot, 1873 [2021], pp. 38-39). Añadió que la opinión nacional, sobre todo después de la experiencia de algunos pánicos bancarios, se mostró a favor de que el BoE mantuviera un nivel suficiente de reservas, incluso vigilando que este no disminuya. En esta línea, Bagehot estaba de acuerdo con Thornton en que el BoE debía mantener reservas de oro lo suficientemente amplias como para proveer de liquidez al sistema financiero en momentos de crisis, y de esta forma, contribuir a su estabilidad. Esta característica distinguía al BoE en comparación con otros bancos comerciales ordinarios, ya que, en condiciones de emergencia, mientras que estos otros se veían en la necesidad de contraer la cantidad de fondos que estaban dispuestos a prestar debido al temor de que los prestatarios no pudieran reembolsarlos, el BoE contaba con la obligación de extender préstamos a otros bancos que seguían siendo financieramente solventes (Bagehot, 1873 [2021], pp. 23-25).

Un segundo punto en común entre las obras de Bagehot y Thornton corresponde a la respuesta adecuada para hacer frente a las corridas bancarias causadas tanto por motivos internos como externos. Al tratarse de una fuga interna, el BoE debería otorgar préstamos libre y enérgicamente a aquellos que los necesitaban, con el propósito de eliminar cualquier duda sobre la disponibilidad de fondos para hacer frente a las vicisitudes. De esta manera, Bagehot sostuvo que transmitir el mensaje de que los bancos contarían con la capacidad para hacer frente a la creciente demanda de préstamos contribuía a reducir la incertidumbre (Bagehot, 1873 [2021], pp. 30). En cuanto a las fugas externas, al igual que Thornton, menciona que el BoE debería intervenir en el mercado de fondos prestables, de tal forma que aumentara

la tasa de interés, ya que esto atraería oro del extranjero y retendría el oro nacional (Humphrey, 1975, pp.5).

Bagehot si bien escribió en sintonía con Thornton sobre la respuesta adecuada para hacer frente a corridas bancarias, amplió la discusión al señalar que el manejo del mercado monetario es complejo, ya que es común enfrentarse simultáneamente a corridas bancarias internas y externas. La primera situación requiere la emisión de préstamos por parte del BoE, lo que tiende a reducir sus reservas. La segunda amerita un aumento en las tasas de interés, lo que, junto con la contracción de las reservas, podría generar preocupaciones o alertar al mercado. En este sentido, Bagehot escribió lo siguiente:

Los tenedores de la reserva, por lo tanto, tienen que tratar dos enfermedades opuestas a la vez: una que requiere remedios estrictos y, especialmente, un rápido aumento de la tasa de interés; y el otro, un tratamiento paliativo con préstamos cuantiosos y listos. [...] Préstamos muy grandes a tasas muy altas son el mejor remedio para la peor enfermedad del mercado monetario cuando se agrega un drenaje externo a un drenaje interno (Bagehot, 1873 [2021], pp. 34-35).

En este pasaje se encuentra el origen de la famosa recomendación que se mencionó en la introducción de *“lend freely at a high rate”* (prestar libremente, pero a una tasa de interés alta) que, a pesar de no encontrarse explícitamente citada en su libro, tiene algunos elementos de lo que se conoce en la literatura económica como la “regla de Bagehot.” El autor señaló que para hacer frente ambos tipos de corridas bancarias es necesario combinar préstamos sustanciosos con tasas de interés elevadas.¹⁵

¹⁵ Actualmente, el préstamo cuantioso y a tasas superiores a las del mercado se conceden a instituciones que se enfrentan a problemáticas para seguir con sus operaciones; en cambio, cuando los problemas son generalizados y la crisis explota, la emisión de liquidez se hace a bajas tasas y con una mayor flexibilidad en cuanto a los activos utilizados como garantía.

Bagehot también se alineó con lo que escribió Thornton al expresar que la asistencia del BoE debería dirigirse a la economía en su conjunto, en lugar de a una institución específica (Bagehot, 1873 [2021], pp. 32). Desde la perspectiva de Bagehot, el BoE tiene la responsabilidad pública de proveer de liquidez a todo el sector bancario cuando se presenta una crisis, sin embargo, mencionó que identificar el origen de la falla es crucial para detener que esta genere muchas otras.

Para argumentar el punto anterior, Bagehot acude a la descripción de un pánico:

El pánico, en una palabra, es una especie de neuralgia, y de acuerdo con las reglas de la ciencia no debes dejarlo pasar hambre. Los tenedores de la reserva de efectivo deben estar dispuestos no solo a guardarla para sus propios pasivos, sino a adelantarla con mayor libertad para los pasivos de otros. Deben prestar a los comerciantes, a los banqueros menores, a "este hombre y ese hombre", siempre que la garantía sea buena. En los períodos de pánico, una falla genera muchas, y la mejor manera de prevenir las fallas derivadas es detener la falla primaria que las causa. La forma en que se detuvo el pánico de 1825 al adelantar dinero se ha descrito de una manera tan amplia y gráfica que el pasaje se ha vuelto clásico. "Lo prestamos", dijo el Sr. Harman, en nombre del Banco de Inglaterra, "por todos los medios posibles y en modos que nunca habíamos adoptado antes; hicimos existencias en valores, compramos letras del Tesoro, hicimos adelantos en letras del Tesoro, no solo descontamos directamente, sino que hicimos adelantos en el depósito de letras de cambio a una cantidad inmensa, en resumen, por todos los medios posibles consistentes con la seguridad del Banco, y en algunas ocasiones no fuimos demasiado amables. Al ver el espantoso estado en el que se encontraba el público, prestamos toda la ayuda a nuestro alcance. Después de uno o dos días de este tratamiento, todo el pánico disminuyó y la 'Ciudad' estaba bastante tranquila" (Bagehot, 1873 [2021], pp. 32).

En este pasaje, el autor recomendó que el BoE tomara una estrategia de provisión de liquidez dirigida a todo el sistema, en lugar de brindar apoyo a una entidad en particular. Desde su perspectiva, el apoyo generalizado promovía que todos los agentes que participaban en el sistema bancario tuvieran acceso a los recursos necesarios para afrontar la crisis y la incertidumbre asociada a ella.

Otro aspecto clave en común entre ambos autores es que la asistencia financiera no debe convertirse en una práctica recurrente, sino que debe ser una medida de emergencia que se aplique exclusivamente en momentos de pánico o inestabilidad financiera. Tanto Bagehot como Thornton abogaban por una reacción rápida y oportuna por parte de la autoridad monetaria cuando llegara una crisis. De tal forma que, los autores promovían una intervención efectiva del BoE que buscara restablecer la confianza en las dinámicas del sistema financiero, con la precisión de que ello no debería implicar un comportamiento habitual o repetitivo de la institución, sino que debe ser entendida como una medida excepcional (Humphrey, 1975, pp. 5).

El último punto de convergencia entre Thornton y Bagehot es que la función de LOLR no debe de ser entendida como una medida preventiva. Bagehot mencionó que existen múltiples razones por las cuales se puede derivar un pánico, por ejemplo, la quiebra de una gran empresa, la repentina invasión de otro país en territorio nacional, una mala cosecha, la quiebra de un banco que cotiza en la bolsa, etc. El autor mencionó que el BoE en lugar de gastar esfuerzos en prevenir estos eventos exógenos, debería de enfocarse en contener las consecuencias de los choques una vez que estos ocurren, para evitar que la situación se salga de control. Como señaló el autor "*En períodos de alarma descontrolada, un fallo genera muchos otros*" (Bagehot, 1873 [2021], pp. 32).

5.3 La aportación de Bagehot en la edificación del concepto

Si bien Bagehot comparte ciertas similitudes con las ideas expresadas por Thornton, Bagehot fue más allá y desarrolló aspectos adicionales relacionados con este concepto. A lo largo de su trabajo, parece que el autor buscaba convencer a un

público inmerso en la corriente económica dominante, ya que empleó argumentos que conciliaban la noción de la intervención de una institución en la economía con el funcionamiento libre de las fuerzas del mercado. A continuación, se destacan algunas de sus aportaciones y se comenta sobre su postura conciliadora y persuasiva.

La primera aportación que se identifica en este texto es la necesidad de anunciar con anticipación la presencia del LOLR en momentos de crisis para incidir sobre la percepción de los agentes y brindar certidumbre. Si bien Bagehot compartió la misma postura que Thornton en cuanto a que la respuesta de LOLR solamente debe activarse tras el desencadenamiento de una crisis, amplió su posición al destacar la necesidad de que el BoE informe al público por adelantado que la institución estaría lista para brindarles el apoyo necesario en caso de que se presentara una crisis.

Si la gente pudiera estar realmente convencida de que podría tener dinero si espera un día o dos, y que la ruina total no se avecina, lo más probable es que dejaría de correr de una manera tan loca por el dinero. O el Banco cierra de una vez y anuncia que no prestará más de lo que presta habitualmente, o prestará libremente y con valentía para que el público sienta que tiene la intención de seguir prestando. Prestar mucho y, sin embargo, no dar al público la confianza de que prestará de manera suficiente y eficaz, es la peor de todas las políticas; pero es la política que se sigue ahora (Bagehot, 1873 [2021], pp. 39).

De esta forma, Bagehot puntualizó que la función no solo conlleva la provisión de liquidez al mercado después de un pánico financiero, sino que implica que el BoE debe transmitir de antemano su disposición a fungir como un respaldo en caso de que la economía se enfrente un impacto adverso sistema (Bagehot, 1873 [2021], pp. 39 y 114-115). Ello sugiere que se trata de acciones que no son mutuamente excluyentes, sino que son complementarias, ya que la provisión oportuna de liquidez

durante una crisis y la certidumbre de respaldo previo a ello son necesarias para mantener la estabilidad y el buen funcionamiento del sistema.

Se menciona que el público tiene el pleno derecho a saber si quienes resguardan las reservas de oro en el país reconocen su responsabilidad pública y están preparados para actuar cuando sea necesario. Nótese que, en lugar de abogar por un cambio en la legislación que le permita intervenir oficialmente en momentos críticos, y de ese modo, fortalezca la confianza de contar con la presencia de una institución que respalde al mercado, emita confianza y minimice la incertidumbre, Bagehot sugirió que basta con una muestra de su disposición a prestar enérgicamente para lograr lo anterior.

La segunda contribución del autor se concentra en la tasa a la cual se deben otorgar los préstamos de emergencia por parte del BoE. Bagehot abogó que la asistencia de último recurso en forma de préstamos debe proporcionarse a una “tasa de interés muy alta” (Bagehot, 1873 [2021], pp. 97), o superior a la del mercado. Aunque reconoce que los prestatarios deben de recibir la liquidez que requieren, considera que los agentes deben pagar una multa por el apoyo, lo que a su vez permite proteger las reservas del BoE. Si bien el BoE cuenta con la responsabilidad pública de emitir préstamos para saciar la demanda de liquidez en tiempos críticos, esta política acomodaticia debe reflejar el costo de recibir el apoyo y la seguridad de contar con el LOLR.

Para este punto, el autor describió algunos beneficios que pueden derivarse de la aplicación de una tasa de interés superior a la del mercado (Bagehot, 1873 [2021], pp. 97):

- i. Desincentiva a los agentes cautelosos que demandan préstamos por motivos de precaución y que no atraviesan por problemas. Bagehot menciona que sería como una tasa impositiva a la demanda de dinero por temores irracionales. Lo anterior serviría para salvaguardar el nivel de las reservas de oro.

- ii. Promueve la búsqueda de fuentes de financiamiento alternas e incluso el desarrollo de nuevas fuentes, previo a acudir con la autoridad monetaria.
- iii. Pone a prueba la solidez de los prestatarios en apuros.

Para estos dos últimos puntos, el autor se detuvo a explicar que, de forma indirecta, los bancos privados en su búsqueda por fuentes de financiamiento alternas se someten a una especie de evaluación de salud financiera antes de recurrir al BoE (Humphrey, 1975). Racionalmente, los bancos privados buscan resolver sus problemas de liquidez adquiriendo préstamos al menor costo posible, por lo que, si el BoE cobra una tasa de interés por encima de la tasa de interés del mercado, se ven obligados a buscar fuentes de financiamiento alternativas en el mercado. Si en el mercado el prestatario logra saciar su demanda de liquidez, significa que los prestamistas consideran que el banco en cuestión cuenta con los requisitos necesarios y tiene la capacidad de cumplir con sus obligaciones de pago en el plazo establecido. De lo contrario, si el mercado rechaza la solicitud de préstamo, el banco privado no tendrá más opción que presentarse ante el BoE y asumir una tasa de interés más alta. El diferencial de tasas entre la del mercado y la establecida por la autoridad monetaria corresponde a una prima de riesgo por la falta de garantía de pago.

Es importante precisar que, la opción de buscar fuentes alternas de financiamiento puede parecer racional en teoría; sin embargo, una vez que la crisis se detona, las opciones para obtener liquidez en el mercado se reducen drásticamente. En tales circunstancias, parece poco probable que los bancos pasen por una prueba de salud financiera, sino que no tienen otra opción viable y optan por asumir una tasa de interés más alta al recurrir al LOLR. Con el argumento de una prueba de salud financiera, Bagehot intentó mostrar que el mercado puede funcionar de manera eficiente por sí solo, sin necesidad de una intervención, ya que los prestamistas evalúan si los bancos cumplen con los requisitos necesarios. Empero, de agotarse las opciones, es decir, en última instancia, se justifica que el BoE proporcione liquidez. Esta combinación de argumentos buscaba demostrar que la intervención

del BoE promueve la estabilidad financiera sin intervenir en los mecanismos de autorregulación del mercado.

En la literatura económica se ha asumido que la recomendación del autor en cuanto a una tasa “muy alta” o superior a la del mercado se refiere a la aplicación de una tasa de penalización, por ende, es común encontrar que la regla de Bagehot se establezca como *"lend freely at a penalty rate"* ("prestar libremente a una tasa de penalización"), a pesar de que en *Lombard Street* no se encuentra explícitamente en ninguna ocasión la palabra penalización.

La tercera aportación presente en la obra de Bagehot se refirió a la delimitación de los tipos de agentes que deberían recibir liquidez, el tipo de garantía de pago que se debe aceptar y los criterios para determinar si aceptar dichas garantías. Para el primer asunto, el autor mencionó que la emisión de préstamos de última instancia debe de satisfacer la demanda de liquidez del mercado, por ende, deben de estar disponibles para todos aquellos que puedan proporcionar una garantía de pago sólida. Respecto al tipo de garantía que el BoE debe prestar, Bagehot escribe: *"sobre todo tipo de garantía corriente, o todo tipo sobre el que se presta dinero ordinaria y habitualmente"* (Bagehot, 1873 [2021], pp. 113). Por último, mencionó que los criterios para aceptar garantías no deben de ser más estrictos que en condiciones normales, es decir, el BoE debe aceptar aquellos activos que en tiempos normales se consideran sólidos y de buena calidad (Bagehot, 1873 [2021], pp. 116). Ello implica que, si en tiempos de crisis el valor de mercado del activo es bajo en comparación con tiempos normales, el BoE debería de aceptarlo dadas las circunstancias excepcionales.¹⁶

Con la puntualización de los criterios para aceptar garantías, la literatura económica se ha servido para construir la interpretación de la famosa regla de Bagehot: *"lend*

¹⁶ Si bien Bagehot no ahonda más, es interesante notar la contradicción siguiente: aceptar activos cuya calidad ha disminuido, implicaría no seguir una lógica de penalización para quienes han tenido criterios demasiado optimistas al realizar sus negocios.

freely at a penalty rate against good collateral" (prestar libremente a una tasa de penalización contra una buena garantía).

Como cuarta aportación se presenta la delimitación que realizó Bagehot sobre quién debe recibir el apoyo del LOLR. Si bien en la sección anterior se estableció que el BoE no es responsable de prevenir los fallos de bancos individuales, sino que debe apoyar a la economía en su conjunto durante tiempos de crisis, Bagehot definió que el apoyo será otorgado exclusivamente a bancos con complicaciones de liquidez y no a instituciones bancarias insolventes debido a una mala administración, sin importar de su tamaño o importancia en el mercado. El autor señala que *"las personas "no sanas" son una minoría y temen incluso parecer asustadas por miedo a que se detecte su falta de solidez"* para añadir que *"la mayoría de las personas que deben protegerse son las "sanas", las que tienen una buena garantía que ofrecer"* (Bagehot, 1873 [2021], pp. 112).

En esta línea, si bien Bagehot mantuvo una posición firme al afirmar que solamente se debería prestar a los agentes solventes con problemas de liquidez, se abstiene de mencionar de qué forma pudiese el BoE distinguir entre ellos. Esta dificultad toma relevancia cuando las autoridades monetarias se enfrentan con instituciones bancarias que son consideradas TBTF.

Por último, en *Lombard Street* el autor esbozó la necesidad de fortalecer a los bancos privados de manera individual para evitar una dependencia excesiva sobre el BoE. En su obra menciona que *"deberíamos mirar al resto de nuestro sistema bancario y tratar de reducir las demandas al Banco tanto como podamos. Dado que la maquinaria central es inevitablemente frágil, debemos reducir con cuidado y tanto como sea posible la tensión sobre ella."* (Bagehot, 1873 [2021], pp. 44). Este planteamiento puede interpretarse como la base para establecer una regulación del sistema bancario con enfoque prudencial.

En resumen, Bagehot retomó y enriqueció los argumentos de Thornton, explorando sus implicaciones con mayor profundidad. Abordó la importancia de mantener altas

reservas y la encrucijada del BoE entre actuar como banco privado o aceptar sus responsabilidades públicas, especialmente su función como LOLR para mitigar los efectos de los episodios de crisis. Insistió en la necesidad de identificar el origen de los problemas financieros para detener su propagación, y consideró que esta debería ser una medida excepcional en momentos de emergencia, no recurrente ni preventiva. Además, amplió el debate en torno a la función del BoE al enfatizar la necesidad de garantizar la certeza del respaldo financiero, establecer una tasa de interés superior que la del mercado sin intervenir en los mecanismos de ajuste del mercado y respaldar a los bancos con problemas de liquidez que pudieran ofrecer garantías sólidas. Asimismo, abogó por promover la solidez de las instituciones financieras para enfrentar crisis sin depender exclusivamente en el LOLR.

6. Síntesis

Tras un análisis minucioso de las obras originales de Baring (1797), Thornton (1802) y Bagehot (1873), junto con la discusión entre los miembros de la *Currency* y la *Banking School*, este capítulo supera la referencia llana que se suele hacer en la literatura de Walter Bagehot o de la regla de Bagehot. En el Cuadro 2.2 se presentan los elementos adicionales que los autores anteriores aportaron al debate sobre la intervención a discreción del BoE como proveedor temporal de liquidez de emergencia en momentos de crisis para preservar la estabilidad financiera.

Cuadro 2.2 Elementos adicionales en la literatura del siglo XIX sobre la función de LOLR

Autor	Contexto	Elementos adicionales
Francis Baring Comerciante y banquero	Inicio de la guerra entre Inglaterra y Francia	<ul style="list-style-type: none"> El BoE funge como el único proveedor de liquidez de todo el país, cuando una situación provoca pánico y los acreedores exigen pagos en oro, los bancos comerciales de todo el país acuden al BoE como su última opción para hacer frente a las demandas anormales de oro.

de la familia Baring	Crisis de 1797.	<ul style="list-style-type: none"> • La negativa de las autoridades del BoE de emitir préstamos de emergencia compromete el desenvolvimiento de la actividad económica del país.
Henry Thornton Miembro del parlamento inglés y familia nuclear con puestos directivos en el BoE.	Inicio de la guerra entre Inglaterra y Francia Crisis de 1793 y 1797.	<ul style="list-style-type: none"> • Pese a su fundación como banco privado, la emisión de préstamos de emergencia es una responsabilidad pública del BoE. • El BoE, gracias a su monopolio de emisión y la confianza del público en sus billetes, lo posicionan como la fuente última de liquidez. • Para saciar la demanda anormal de liquidez, el BoE debe mantener altos niveles de reservas de oro. • El BoE debe brindar apoyo al conjunto de instituciones del sistema financiero durante momentos de crisis. • Se excluye del respaldo a los bancos que enfrentan problemas de liquidez debido a prácticas irresponsables en el manejo de sus negocios. • En momentos de pánico, se requiere flexibilidad en la emisión monetaria para proporcionar la liquidez requerida por el mercado. Esto debe entenderse como una desviación temporal de la tendencia de la oferta monetaria. • El BoE debe ser responsable de proveer de liquidez para frenar los pánicos, pero no de prevenir los eventos que los provocan.
Currency Banking School	Crisis de 1825, 1836 y 1839 Establecimiento del <i>Peel Act</i> 1844	<ul style="list-style-type: none"> • El establecimiento de reglas rígidas en la emisión monetaria restringe la capacidad del BoE de proveer liquidez al presentarse una situación de emergencia. • El establecimiento de reglas rígidas en la emisión monetaria retrasa la intervención del BoE. • La dotación de discrecionalidad en el ajuste de la oferta monetaria podría mitigar los efectos adversos de las crisis en el sistema bancario.
Walter Bagehot	Crisis de 1847, 1857 y 1866	<ul style="list-style-type: none"> • El BoE debe mantener un nivel alto de reservas de oro para evitar que estas se agoten en momentos de

**Periodista,
hombre de
negocios,
encargado de
la revista *The
Economist***

emergencia. Lo anterior es una preocupación nacional.

- Ante la combinación de fugas bancarias internas y externas, el BoE debe emitir préstamos cuantiosos y establecer tasas de interés elevadas.
- El apoyo se debe brindar a tasas elevadas, ya que fomenta la búsqueda de fuentes alternativas de financiamiento y pone a prueba la solidez de los prestatarios en dificultades.
- El BoE debe implementar una estrategia de provisión de liquidez dirigida a todo el sistema, en lugar de brindar apoyo a entidades individuales.
- Los préstamos deben estar disponibles para todos aquellos que puedan ofrecer garantías de pago sólidas, sin imponer criterios más estrictos que en condiciones normales.
- Se excluye del respaldo a los bancos insolventes que enfrentan problemas de liquidez.
- De forma complementaria, debe brindar certidumbre de su disposición a prestar enérgicamente en futuros episodios.
- Se trata de una medida de emergencia para minimizar los efectos de una crisis, no debe convertirse en una práctica recurrente ni interpretarse como una medida preventiva.
- Es esencial identificar la raíz de la crisis para evitar su propagación.
- Se debe promover el fortalecimiento individual de los bancos privados para evitar una dependencia excesiva en el BoE.

Fuente: Elaboración propia.

Capítulo 3. El papel de la Reserva Federal como LOLR durante la Gran Depresión

La adopción de la función de prestamista de última instancia (LOLR) del Sistema de la Reserva Federal (Fed), el banco central de los Estados Unidos, difirió notablemente del proceso gradual experimentado por el BoE. A diferencia del caso inglés, la creación de la Fed fue producto de un esfuerzo nacional deliberado por parte de las autoridades políticas, económicas y participantes clave del sistema financiero doméstico, en respuesta a una serie de crisis que sucedieron en esa época¹⁷. Estas crisis revelaron la necesidad de solucionar sus problemas subyacentes y resaltaron la importancia de establecer un banco central que actuara como LOLR. Ante ello, la Fed se estableció en 1913 tras la promulgación de la Ley de la Reserva Federal del mismo año.

A pesar de gozar de una relativa estabilidad financiera en sus primeros años, la Fed se enfrentó a un desafío sin precedentes con la llegada de la Gran Depresión en 1929. Su actuación durante este período ha sido objeto de análisis y crítica desde diferentes líneas de investigación. Aunque existe un consenso generalizado en cuanto a su desempeño limitado, se han propuesto numerosos factores explicativos¹⁸. Pese a ello, es notable que el papel de la legislación ha recibido una atención limitada en comparación con otros aspectos.

En consecuencia, este tercer capítulo busca indagar si los lineamientos establecidos en la Ley de la Reserva Federal de 1913 limitaron la capacidad de la Fed para actuar como LOLR durante la Gran Depresión. Para abordar esta cuestión, este capítulo se propone analizar el marco legislativo que dio paso a la fundación

¹⁷ Se hace alusión a las crisis ocurridas en los años 1873, 1884, 1890, 1893 y 1907, las cuales interrumpieron el funcionamiento del sistema bancario y tuvieron consecuencias negativas significativas sobre la actividad económica del país.

¹⁸ Entre ellos la escasa experiencia de la Fed (Friedman y Schwartz, 1963), la ausencia de un líder con autoridad como lo fue Benjamin Strong (Friedman y Schwartz, 1963; Rothbard, 1975), la restricción impuesta por el patrón oro (Eichengreen, 1992; Temin, 1989) y los malentendidos en la interpretación de las condiciones monetarias (Richardson, 2013).

de la Fed y sus implicaciones sobre la función en los años precedentes, durante y después de este periodo crítico. Ello implica la revisión de la legislación pertinente, así como documentos oficiales publicados por el banco central y las autoridades políticas. Para enriquecer el estudio, se incorporan datos históricos recopilados por dependencias del gobierno de los Estados Unidos.

Los resultados indican que en la Ley de 1913 existían restricciones en la provisión de liquidez de emergencia de la Fed, aunado a deficiencias en los lineamientos del diseño y organización institucional de los Bancos de la Reserva que la conformaban, que limitaron la capacidad de la Fed para desempeñarse como LOLR durante la Gran Depresión y resultaron en una contradicción con su *raison d'être* inicial. En las discusiones previas a la promulgación de la Ley de 1913, la atención se centró en la identificación de los problemas que desencadenaron las crisis de la época, entre ellos se destacaron el carácter inelástico de la oferta de dinero, las rigideces estacionales y los requerimientos de reservas. Lo anterior se tradujo en implicaciones para la función de LOLR ya que el diseño institucional de la Fed se enfocó en dar solución a estas cuestiones, en especial en la prevención de los riesgos que podrían conducir a crisis similares. Además, se estableció en el ordenamiento jurídico que la Fed supervisaría y brindaría acceso a la ventanilla de descuento en momentos de emergencia a los bancos nacionales que optaran por ser miembros de la institución. No fue hasta la llegada de la Gran Depresión que se evidenció que la Ley carecía de lineamientos de contención de crisis para afrontar un evento inesperado o choque adverso que pudiera desestabilizar al sistema financiero. Además, la distinción entre bancos miembros y no miembros se convirtió en una restricción en la provisión de liquidez de emergencia, limitando el acceso a fondos adicionales únicamente a un grupo seleccionado de bancos. De acuerdo con la revisión de datos históricos de las tasas de descuento y la emisión de créditos de los Bancos de la Reserva, lo anterior condujo a una respuesta descoordinada, improvisada, tímida e intuitiva ante las crisis sucesivas de la década. Además, las restricciones en la provisión de liquidez de emergencia a bancos seleccionados y con políticas estrictas de colateral resultaron en un acceso limitado al respaldo de LOLR. Las consecuencias de la Gran Depresión escalaron a tal magnitud que

impulsaron la promulgación de la Ley Bancaria de 1933 y la Ley de la Reserva Federal de 1935. Estas representaron un cambio en la legislación, enfocado a promover la estabilidad financiera, marcar directrices operativas para la mitigación de crisis y proteger los intereses de la comunidad.

El presente capítulo se organiza de la siguiente forma: en la primera sección se detallan los antecedentes históricos del establecimiento de la Fed y los estatutos de la Ley que le confirieron su existencia. La segunda sección describe la participación de la Fed como LOLR durante la Gran Depresión, haciendo énfasis en el comportamiento diferenciado de los Bancos de la Reserva y las deficiencias en la organización institucional de la Fed. En la última sección, se abordan las modificaciones legislativas durante este episodio y el nuevo enfoque regulatorio que surgió como resultado de sus consecuencias.

1. Establecimiento del Sistema de la Reserva Federal

1.1 Antecedentes históricos

1.1.1 Ausencia de un banco central y el pánico financiero de 1907

A principios del siglo XX, a diferencia de algunos países europeos desarrollados, Estados Unidos carecía de una institución que ejerciera funciones similares a las de un banco central. En 1791 se llevó a cabo el primer intento por establecer un banco nacional que pudiera regular el sistema bancario y manejar la oferta monetaria en el país. Así nació el Banco de Estados Unidos, el cual obtuvo una licencia de funcionamiento de 20 años. Este periodo correspondía a una época en la cual la mayoría del país aún mantenía un carácter rural y la base económica se centraba en la agricultura. Posteriormente, en 1817, se estableció el Segundo Banco de Estados Unidos, el cual se desempeñaba como agente fiscal, supervisor bancario y, además, banco comercial (Erickson, 2015). Este se insertó en un contexto en el cual la nación experimentaba los beneficios de un proceso de industrialización, crecimiento en el tamaño e interconexión del sistema financiero y migración hacia

los centros urbanos. Sin embargo, en 1836, una combinación de factores políticos, económicos y financieros¹⁹ propició su cierre.

La clausura de este banco nacional dejó al país sin una autoridad que contribuyera en la regulación de la oferta monetaria y en la promoción de la estabilidad financiera durante casi ocho décadas. La ausencia de una entidad que fungiera como LOLR y regulador se expresó en una serie de crisis bancarias, similar a lo ocurrido en Inglaterra descrito en el capítulo anterior. Richardson y Sablik (2015) señalaron cuatro crisis fundamentales hacia finales del siglo XIX que perturbaron el funcionamiento del sistema bancario y sirvieron como ejemplos de situaciones donde se perdió la confianza, se produjeron pánicos bancarios y se necesitó del financiamiento de agentes privados: 1873, 1884, 1890 y 1893.

Cuadro 3.1. Crisis bancarias en Estados Unidos en el siglo XIX

Año	Descripción
1873	La industria ferrocarrilera se expandió en el siglo XIX, pero en septiembre de 1873 un golpe en la bolsa austriaca provocó la desinversión en bonos ferrocarrileros, lo que impidió el financiamiento de estas empresas. Muchas empresas quebraron, incluyendo a <i>Jay Cooke and Co.</i> , un banco comercial con una cartera fuertemente invertida en ferrocarriles, especialmente en la <i>Northern Pacific Railway</i> . La pérdida de confianza y el cierre de la bolsa neoyorquina provocaron el cierre de al menos 100 bancos más en otros estados.
1884	El Banco Nacional de la Marina y la empresa <i>Grant & Ward</i> quebraron debido a pérdidas en inversiones especulativas de sus dueños. Rumores de mal uso de fondos generaron corridas bancarias en el Segundo Banco Nacional y el cierre del Banco Nacional Metropolitano, generando dudas sobre los bancos vinculados. Sin embargo, se contuvo la crisis cuando la Cámara de Compensación de Nueva York

¹⁹ El tamaño del banco y su alcance nacional fue visto por algunos actores políticos y por otros bancos estatales como una entidad privilegiada y con mucho poder. Además, la percepción de que beneficiaba los intereses de las personas con mayores ingresos, en lugar de fomentar el bienestar general, llevó a una creciente desconfianza entre el público (Erickson, 2015).

	auditó al Metropolitano y determinó que era solvente, lo que calmó al público y el pánico se extinguió.
--	---

1890	La quiebra de Decker causó problemas en el Banco de Norte América y generó retiros masivos de depósitos. Los problemas se esparcieron con facilidad a otras instituciones. J.P. Morgan lideró un esfuerzo de 9 bancos de Nueva York para proporcionar apoyo financiero, logrando estabilizar la situación.
------	--

1893	La caída de las reservas de oro y la desaceleración económica del contexto generaron incertidumbre entre las instituciones bancarias, lo que llevó al cierre de más de 100 bancos en junio y para agosto sumaban 340. Los bancos retiraron fondos depositados en bancos de Nueva York, lo que provocó la venta masiva de activos, la caída de sus precios y la contracción del comercio y la industria, amenazando la solvencia de todo el sistema bancario. El pánico finalmente terminó con la entrada de oro de Europa, pero la economía permaneció en recesión hasta el verano siguiente.
------	---

Fuente: Elaboración propia con información de Richardson y Sablik (2015).

En el siglo XX, se experimentó por primera vez una crisis financiera en Estados Unidos que se extendió hasta el otro lado del Atlántico. El pánico de 1907 se originó como resultado de una serie de factores, incluyendo la expansión de crédito hacia empresas, familias y gobierno, junto con la especulación en el mercado de valores. Los primeros signos de este evento ocurrieron en octubre, cuando la mala gestión de las acciones de una compañía de cobre por parte de un par de inversionistas desencadenó una oleada de retiros de depósitos bancarios y una drástica escasez de fondos en la ciudad de Nueva York. La falta de una autoridad capaz de brindar liquidez y certidumbre en momentos de crisis, agravada por la pérdida de confianza por parte del público hacia la industria financiera, exacerbó la situación hasta que se propagó a otros centros económico-financieros del país (Moen & Tallman, 1999, pp. 24-25).

Esta dinámica reveló que el fuego de las posteriores corridas bancarias únicamente podía ser controlado y eventualmente apagado con la intervención de algunos

personajes clave con amplios recursos financieros a su disposición. Entre ellas destacaron los banqueros J.P. Morgan, J.D. Rockefeller y Nicholas Biddle, quienes, motivados por sus propios intereses, proporcionaron liquidez a los bancos y otras instituciones financieras. De acuerdo con Carlson & Wheelock (2013, pp. 42), el sistema financiero de Estados Unidos se caracterizaba por ser altamente dependiente de la intervención privada en momentos de crisis, lo que a menudo resultaba en una solución temporal y no en una estable de largo plazo que abordara las causas fundamentales de la inestabilidad financiera.

Las consecuencias de las crisis recurrentes y la magnitud de la crisis de 1907 hicieron más apremiante la necesidad de una institución líder en el ámbito monetario, lo que sentaría las bases para el establecimiento de la Fed en 1913. Este evento marcaría un cambio trascendental en la historia financiera de Estados Unidos, al establecer una entidad integral en la prevención y mitigación de futuras crisis económicas y financieras.

1.1.2 Los esfuerzos en pro de una reforma bancaria

Después de la gravedad de la crisis financiera de 1907, el Congreso de Estados Unidos aprobó la Ley Aldrich-Vreeland de 1908, la cual estableció la creación de la Comisión Nacional Monetaria (*National Monetary Commission*). La comisión tenía dos objetivos principales: examinar a profundidad las deficiencias del sistema bancario nacional y estudiar el funcionamiento de los sistemas bancarios y financieros de otras economías, especialmente los de Europa (Carlson y Wheelock, 2013, pp. 3). Partiendo del primer objetivo, los estudios que realizó la Comisión Nacional Monetaria sugirieron que existían tres problemas en el sistema bancario nacional (Bordo y Wheelock, 2011, pp. 5-8).

Carácter inelástico de la oferta de dinero. Se refiere a la vinculación de la oferta de dinero al aumento o disminución de los bonos gubernamentales de Estados Unidos en posesión de los bancos nacionales. Ello condiciona la capacidad de respuesta del sistema bancario para ajustar la cantidad de dinero en circulación en función de las necesidades de la economía. Estas limitantes para ajustar la oferta monetaria son factores explicativos de los

pánicos bancarios de 1873, 1893 y 1908. No fue hasta la suspensión de convertibilidad de los depósitos en moneda que se logró poner fin a estas crisis.

Rigideces estacionales. Se caracterizaba por la aparición de crisis financieras durante los meses de mayor demanda de dinero y crédito, lo que implicaba que la demanda contaba con un componente estacional. Esto generaba fluctuaciones estacionales en las tasas de interés y en la relación entre las reservas y los depósitos.

Requerimientos de reservas. La Comisión identificó que los bancos estaban obligados a mantener un nivel mínimo de reservas en el sistema bancario nacional, las cuales no tenían la autorización de utilizarse durante períodos de crisis. Frecuentemente, los bancos se resistían a mantener un nivel de reservas inferior al establecido debido a las posibles repercusiones legales que ello conllevaría.

El segundo objetivo de la Comisión se basaba en analizar el funcionamiento de los sistemas financieros de otras economías, con particular atención en aquellos de Europa. Para llevar a cabo esta tarea, se encargó a Paul Warburg, un banquero alemán que emigró a Estados Unidos en 1902, un estudio que describiera las características principales de los sistemas bancarios europeos, especialmente el Reichsbank alemán, el BoE y el Banco de Francia (Bordo y Wheelock, 2011, pp. 9). En su estudio, llegó a la conclusión de que los sistemas bancarios en Europa tendían a ser más estables debido a la existencia de bancos centrales que proporcionaban préstamos al mercado, respaldados por una sólida garantía y, además, que operaban en un mercado de dinero con abundante liquidez (Warburg, 1910, pp. 11-12).

El estudio incluye algunos elementos relevantes, por ejemplo, ilustra cómo deberían de reaccionar los bancos centrales en caso de la ocurrencia de una crisis.

Así, ciertas demandas periódicas y normales de efectivo, así como una fuga doméstica provocada por la desconfianza, deben satisfacerse

pagando libremente. Una fuga externa, por otro lado, generalmente debe ser cubierta por un aumento enérgico de la tasa, mientras que una fuga tanto doméstica como externa debe ser tratada por varias combinaciones de ambos métodos (Warburg, 1910, pp. 36-37).

La cita subraya la notable influencia de la experiencia del BoE y los pasajes de las obras de Henry Thornton y Walter Bagehot. De manera similar a lo descrito por estos autores, el estudio recupera el comportamiento diferenciado de la autoridad monetaria en función de la naturaleza de la crisis.

El Plan Warburg abogaba por el establecimiento de un banco central siguiendo el modelo europeo, con el fin de lograr un sistema bancario estable. La propuesta de Warburg (1911, pp. 303-304) sugería la creación de un banco central junto con 20 bancos regionales. Se argumentaba que deberían de ser dirigidos por banqueros y regulados por autoridades del Estado. En 1912, Nelson Aldrich, presidente de la Comisión Monetaria Nacional (1908-1912), presentó en el Congreso un proyecto basado en el estudio de Warburg (1910) para implementar un sistema de banca central. La propuesta de la Ley Aldrich contemplaba la instauración de la Asociación de Reserva Nacional, encargada de supervisar un conjunto de reservas locales y regionales, además de establecer una tasa de descuento que las sucursales locales utilizarían para redescantar a los bancos miembros sus billetes y letras de cambio (Wicker, 2005, pp. 2-8). Sin embargo, esta iniciativa no tuvo éxito.

Para 1913 se percibía un sentimiento generalizado entre los principales banqueros y miembros del gobierno de Estados Unidos de la necesidad de establecer una institución centralizada que actuara como LOLR (Ghizoni, 2013a). Esta idea había sido objeto de discusión y de debate durante varios años antes, y había ganado cada vez más apoyo a medida que la economía nacional se enfrentaba a reiteradas crisis.

1.2 Ley de la Reserva Federal de 1913

1.2.1 Propósito y objetivos principales

Después de años de discusiones y propuestas para contribuir a una mejora en el funcionamiento del sistema financiero de Estados Unidos, el Congreso finalmente promulgó el 23 de diciembre de 1913 la Ley de la Reserva Federal (LRF-1913)²⁰. El presidente Woodrow Wilson firmó el acta, marcando un momento clave para la historia económico-financiera del país. Esta legislación también es conocida como Ley Glass-Owen en honor a Carter Glass y Robert L. Owen, miembros del Senado y destacados promotores del proyecto.

La creación de la Fed fue motivada principalmente por la necesidad de abordar los problemas subyacentes del sistema financiero y prevenir la repetición de las experiencias adversas previas. En el preámbulo de la Ley de 1913 se describieron los objetivos específicos para promover la estabilidad financiera del país, incluyendo el "*establecer bancos de la Reserva Federal, proporcionar una moneda elástica, ofrecer recursos para el redescuento de papel comercial, establecer una supervisión más efectiva de la banca en los Estados Unidos y para otros propósitos*" (LRF-1913, pp. 1). A continuación, se describe cada uno de ellos.

Proporcionar una moneda elástica. La legislación estableció la introducción de una moneda única para los Estados Unidos, conocida como "*Federal Reserve Notes*", que se convertiría gradualmente en la principal moneda en circulación. Se estipuló que estos billetes deberían respaldarse mediante activos y reservas en forma de oro y valores del gobierno en posesión de la Fed. Además, la legislación otorgó a los representantes de la Fed discrecionalidad para controlar la emisión de estos billetes (LRF-1913, pp. 17)

Ofrecer recursos para el redescuento de papel comercial. Esto permitía a los bancos comerciales miembros evitar la espera hasta el vencimiento de sus pagarés o letras de cambio para su cobro, y en su lugar, acudir a la Fed y presentar dichos papeles comerciales para obtener liquidez inmediata. Así, la Fed tendría la facultad de emitir

²⁰ Una copia del acta original se encuentra en el archivo histórico digital de la Reserva Federal de St. Louis (Ley Pública 63-43, 63° Congreso, H.R. 7837).

préstamos al redescantar sus instrumentos. De esta forma, los bancos podrían enfrentarse a sus obligaciones financieras de manera oportuna, promoviendo el flujo continuo de sus operaciones. Cabe destacar que el redescuento estaría sujeto a requisitos establecidos por la Fed, tales como la tasa, la calidad crediticia de los papeles comerciales presentados y los requisitos de reservas de los Bancos de la Reserva (LRF-1913, pp. 15)

Establecer una supervisión más efectiva de la banca en los Estados Unidos. En virtud de la legislación, la Fed asumió la responsabilidad de regular y supervisar a los bancos nacionales miembros, asegurándose que las instituciones bancarias cumplieran con los requisitos y las regulaciones establecidas. Ello incluía el monitoreo de ratios de capital y reservas, revisión de ejercicios contables y evaluación de las prácticas de gestión organizacional (LRF-1913, pp. 12)

Establecer bancos de la Reserva Federal. A diferencia de otros bancos centrales en los que la toma de decisiones está centralizada en una sola institución, la Ley preveía la creación de una red de bancos regionales con cierto grado de autonomía que juntos conformarían a la Fed. La Ley dictaba la designación de al menos ocho y máximo doce ciudades donde se establecerían los Bancos de la Reserva. El nombramiento dividiría los Estados Unidos continentales, es decir, excluyendo a Alaska, en distritos. Así, cada distrito albergaría únicamente una ciudad designada y, por ende, un solo Banco de la Reserva. (LRF-1913, pp. 4)

Con el fin de llevar a cabo esta tarea, se creó el Comité de Organización del Banco de la Reserva, el cual contaba con la participación del secretario del Tesoro, el secretario de Agricultura y el contralor de la Moneda. El Comité tenía en mente asignar los Bancos de la Reserva a aquellas ciudades cuyo sistema bancario marchara con prosperidad y estuviera consolidado, de tal forma que fungieran como respaldo para el funcionamiento del sistema del país. Así, las ciudades de St. Louis, Chicago y Nueva York fueron consideradas opciones evidentes para situar a los futuros Bancos de la Reserva (Ghizoni, 2013b).

En cuanto al número específico de distritos, los límites territoriales y la ciudad sede de cada uno, se publicó en abril de 1914 el reporte titulado “Decisión del Comité de

Organización del Banco de la Reserva que determina los distritos de la Reserva Federal y la ubicación de los Bancos de la Reserva Federal bajo la Ley de la Reserva Federal aprobada el 23 de diciembre de 1913.” En este documento se dio a conocer al público la decisión del número de distritos y el proceso de selección. Si bien la decisión del Comité recibió una ola de críticas por parte del público²¹, los doce Bancos de la Reserva han permanecido en las ciudades que originalmente se designaron en 1914 (Ghizoni, 2013b).

Cuadro 3.2. Organización de los Bancos de la Reserva Federal

Distrito	Sede de los Bancos de la Reserva Federal
1	Boston
2	Nueva York
3	Filadelfia
4	Cleveland
5	Richmond
6	Atlanta
7	Chicago
8	St Louis
9	Minneapolis
10	Ciudad de Kansas
11	Dallas
12	San Francisco

Fuente: Recuperado de Ghizoni (2013b).

El reporte también incluyó la demarcación geográfica de cada distrito. Para este punto, el Comité consideró una serie de características, como la topografía, la

²¹ Por ejemplo, las ciudades de Nuevo Orleans y Baltimore argumentaron que su tamaño era superior al de algunas ciudades que fueron incluidas en la lista oficial. Además, se cuestionó el caso de Missouri, donde se designaron dos ciudades, contrario a lo predicho. Los comentarios pusieron en tela de juicio el proceso de selección emprendido por el Comité. A los pocos días, se emitió un comunicado por parte del Comité donde se justifica con mayor detalle y transparencia la selección de las ciudades (Ghizoni, 2013b).

presencia de cuerpos de agua, la accesibilidad de las líneas de transporte en forma de carreteras o ferrocarriles, la proximidad y facilidad de comunicación con otros centros urbanos a la redonda, entre otros. A diferencia del establecimiento del número de distritos, a lo largo de los años, la delimitación geográfica de los distritos ha pasado por ajustes y modificaciones a través de enmiendas a la Ley, sin embargo, estos cambios han sido menores.

En lo que respecta a la estructura organizacional, la Ley creó la Junta de Gobierno de la Reserva Federal, compuesta por siete miembros designados por el presidente y confirmados por el Senado, de los cuales uno sería nombrado como gobernador de la Fed. Al seleccionar a los miembros, se estipuló que no se debería seleccionar más de uno de cada distrito, y se tendría en cuenta una representación equilibrada de los distintos intereses de la comunidad, como los financieros, agrícolas, industriales y comerciales. En relación a cada distrito, se estableció que cada Banco de la Reserva Federal tendría su propio gobernador, quien sería responsable de revisar las operaciones de día con día, además de una Junta de Directores de nueve miembros. Un tercio de los miembros sería designado por la Junta de Gobierno, otro tercio sería elegido por los propios miembros de cada Banco de la Reserva, y los restantes deberían ser representantes de los diferentes sectores (LRF, 1913, pp. 5-7)

1.2.2 Elementos relacionados a la función de prestamista de última instancia

Pese a que no se encontró un pasaje que abordara explícitamente la función de LOLR, en la Ley de 1913 se pueden identificar una serie de elementos que tienen implicaciones para la función en cuestión.

Enfoque preventivo vs. de mitigación de crisis. Si bien la Fed se estableció para dotar a la nación de un sistema financiero estable, la legislación adoptó un enfoque preventivo, al centrarse en la minimización de la ocurrencia de crisis abordando los problemas subyacentes que habían causado las crisis del siglo pasado. Así, tanto los promotores originales de la Ley como aquellos que realizaron ajustes finales estaban convencidos de que las reformas propuestas serían suficientes para promover la estabilidad financiera y prevenir crisis. No obstante, ni en la propuesta

de Ley de Aldrich, ni en el Plan de Warburg ni en la misma Ley de 1913 se abordó de manera explícita cómo debería actuar la institución ni los Bancos de la Reserva que la comprenden en caso de enfrentarse a situaciones críticas, ni se establecieron lineamientos para que pudiera desempeñarse como LOLR.

Exclusividad en el acceso a los servicios de la Fed a los bancos miembros. Tras la creación de la Fed se volvió obligatorio para los bancos comerciales que operaban a nivel nacional convertirse en miembros de la institución (LRF-1913, pp. 9-10). La membresía dotaba a los bancos comerciales de beneficios, por ejemplo, solo los bancos miembros tenían acceso a los servicios proporcionados por la Fed (Banco de la Reserva Federal de Richmond, SA). Uno de los servicios a los que solo tenían acceso los bancos miembros era la ventanilla de descuento. A través de esta facilidad, los bancos miembros podían solicitar préstamos en situaciones de falta de liquidez, lo que les permitía el cumplimiento de sus obligaciones inmediatas. En contraste, los bancos no miembros se quedaban fuera de ese respaldo y, por ende, debían de buscar financiamiento en el mercado.

Para dimensionar la cantidad de bancos respaldados por la Fed, es importante notar que, en los primeros años de operación, relativamente pocos bancos estatales optaron por ser miembros. Sin embargo, con el paso del tiempo, el número de bancos miembros fue creciendo gradualmente, pasando de solo 17 bancos estatales en junio de 1915 a 1,620 en el mismo mes de 1923. Pese a que representaban menos del 8% del total de bancos estatales en ese periodo, su tamaño y volumen de depósitos les otorgaban una influencia significativa en el sistema bancario. Los bancos miembros controlaban casi la mitad de los depósitos de todos los bancos comerciales del país en 1915 y casi dos tercios en 1923 (Bordo y Wheelock, 2013, pp.15). Esto muestra que, aunque eran una minoría en términos de cantidad, la mayoría de los depósitos se encontraban en bancos comerciales con respaldo de la institución monetaria.

A pesar de que las sociedades fiduciarias fueron actores relevantes en el pánico de 1907, que a su vez fue el motor para la creación de la Fed, la Ley no permitía que la mayoría de estas entidades fueran miembros. Esta restricción también se aplicó

a otras instituciones financieras no bancarias, como cajas de ahorro, asociaciones de préstamos, entre otras (Carlson y Wheelock, 2013, pp. 7). Ello muestra las limitaciones que existían en cuanto a qué tipo de instituciones podían ser miembros de la Fed y contar con su respaldo. Además, esta restricción muestra una falta de consideración hacia otras posibles fuentes de inestabilidad financiera fuera del sistema bancario.

Requisitos de reserva y de redescuento de activos para los bancos miembros. Si bien la membresía en la Fed otorgaba cierto respaldo y ventajas, también conllevaba el cumplimiento de obligaciones en miras de garantizar un sistema financiero sólido y resiliente. Una de las obligaciones era que los bancos miembros debían de mantener saldos de reserva en los Bancos de la Reserva. Esto se pensaba como una medida para reducir la concentración de los saldos de los bancos comerciales en los principales mercados de valores, lo que resultaría en dos ventajas claras: la canalización del crédito hacia los prestatarios comerciales y agrícolas, y la disminución de la transmisión de la inestabilidad característica de la bolsa hacia el sistema bancario.

Los Bancos de la Reserva tenían la capacidad de redescantar activos de los bancos comerciales miembros, siempre y cuando el nivel de las reservas fuera equivalente a la cantidad de billetes emitidos. Además, la Ley exigía mantener una reserva adicional del 40% en oro. En consecuencia, conforme algún banco miembro estuviera en la necesidad de redescantar, los Bancos de la Reserva podían proporcionarles billetes en la medida que esto no pusiera en riesgo su compromiso con las reservas.

Además, la Ley de 1913 también limitó el tipo de papel comercial que sería elegible para redescantar, lo que fungió como un límite adicional a la oferta de crédito de la Fed. En ella se especificaba que solo se permitiría el redescuento de "*pagarés, letras de cambio y billetes provenientes de transacciones comerciales reales*" lo que excluía aquellos préstamos "*que cubrieran simplemente inversiones o se emitieran con el propósito de adquirir o comerciar con acciones, bonos u otros valores de inversión, excepto bonos y notas del Gobierno de los Estados Unidos*" (LRF-1913,

pp. 14). Los papeles comerciales además debían de contar con un plazo de vencimiento de 90 días o menos, a excepción de los préstamos agrícolas que podían extenderse hasta 180.

Si bien la Ley de 1913 no contaba con medidas explícitas para abordar futuras situaciones de emergencia, el sistema bancario de Estados Unidos gozó una relativa estabilidad desde 1914 hasta 1929. Durante este período, no se registraron pánicos o crisis de relevancia en los principales centros financieros²², lo que parecía indicar que la Ley de 1913 había logrado resolver los problemas que aquejaron al sistema el último siglo.

1.3 Apertura y primeros años

Los doce Bancos de la Reserva comenzaron a operar simultáneamente el lunes 16 de noviembre de 1914, aproximadamente siete meses después de que se delimitaron las ciudades y los distritos. La importancia de la apertura para la dinámica económica es capturada en un comunicado de prensa por parte del secretario del Tesoro William McAdoo.

La apertura de estos bancos marca una nueva era en la historia de los negocios y las finanzas en este país. Se cree que pondrán fin a la ansiedad anual que ha aquejado al país durante la última generación debido a la falta de dinero y crédito para mover los cultivos cada año, y brindarán tal estabilidad al negocio bancario que las fluctuaciones extremas en las tasas de interés y los créditos disponibles que han caracterizado la banca en el pasado serán eliminadas permanentemente (Reserva Federal de St. Louis, 1914, pp.1).

Previo a esta fecha, en el ambiente se percibía una sensación de urgencia para acelerar la apertura de la Fed (Ghizoni, 2013a). Fue tanto el apremio para iniciar operaciones que algunos Bancos de la Reserva iniciaron operaciones en oficinas prestadas de bancos comerciales de la ciudad, ya que aún no tenían instalaciones

²² Sin embargo, es importante destacar que se vivieron numerosas quiebras bancarias, la mayoría de pequeñas entidades que atendían la demanda de las zonas rurales.

propias. El secretario del Tesoro indicó a los Bancos de las Reservas que *“compraran algunas sillas y mesas de pino. Contrataran algunos empleados y estenógrafos, pintaran 'Banco de la Reserva Federal' en la puerta de su oficina y abrieran”* (Banco de la Reserva Federal de Dallas, 2012).

A raíz de la Primera Guerra Mundial, los Bancos de la Reserva tomaron un papel cada vez más importante en el mercado de dinero. En este periodo, la Fed se convirtió en la fuente principal de financiamiento para el esfuerzo bélico al otorgar a los bancos miembros préstamos a tasas preferenciales respaldados por bonos gubernamentales. Es decir, los bancos podían acudir a los Bancos de la Reserva a solicitar fondos adicionales al ofrecer los bonos como garantía. Como resultado, la Fed actuó proveedor de liquidez a los bancos miembros durante el enfrentamiento e incluso algunos meses después de su finalización (Wicker, 1966, pp. 4-10).

La rápida expansión de crédito, que se sostuvo después de la guerra, tuvo un efecto sobre las reservas de oro de los Bancos de la Reserva. De acuerdo con Bordo y Wheelock (2011, pp. 19), la relación entre las reservas de oro y los depósitos se redujo drásticamente, pasando del 50.6% en junio de 1919 a un nivel del 40.6% en marzo de 1920. Ello, aunado a los altos niveles de inflación, llevó a que los Bancos de la Reserva incrementaran sustancialmente las tasas de descuento. La Fed siguió aumentando las tasas hasta mayo de 1921, cuando tuvo certeza de que los Bancos de la Reserva podrían mantener una relación adecuada entre las reservas de oro y los depósitos.

Después de este ciclo alcista en la tasa de descuento, la Fed implementó una política monetaria que promovió el crecimiento de la actividad económica y una baja inflación. Aunque se presentaron algunas quiebras de pequeños bancos, se caracterizó por la ausencia de pánicos bancarios en los centros financieros principales. Daba la impresión de que, la legislación de 1913 había realmente solucionado los problemas identificados por la Comisión Nacional Monetaria y que habían causado grandes sacudidas en el sistema bancario durante el siglo XIX y principios del XX. Sin embargo, la Gran Depresión vino a demostrar lo contrario.

2. La Fed como prestamista de última instancia durante la Gran Depresión

2.1 De la prosperidad a la Gran Depresión

La Gran Depresión fue un evento sin precedentes que fungió como un parteaguas en la historia económica mundial. Después de la próspera década de bonanza económica de los 20s, una combinación de circunstancias golpeó a las economías de numerosos países, llevándolas a una profunda recesión que se expandió a lo largo de la década de 1930. De acuerdo con Richardson (2013), este periodo de contracción tuvo inicio oficialmente en agosto de 1929 y finalizó hasta que los países se vieron nuevamente involucrados en una economía de guerra al estallarse la Segunda Guerra Mundial. En este periodo se presentaron un conjunto de choques financieros, entre ellos:

- la caída en el mercado de valores en 1929;
- los pánicos bancarios de carácter regional en 1930 y 1931; y,
- las crisis financieras de alcance nacional de 1931 a 1933.

Este complejo fenómeno tuvo sus raíces en distintas causas interrelacionadas. El expresidente de la Fed (2006-2014), Ben Bernanke, identifica cuatro causas principales de la Gran Depresión: *(i)* las repercusiones económicas y financieras derivadas de la Primera Guerra Mundial, que dejaron el sistema financiero inundado de la deuda acumulada por aquellas economías que participaron en el enfrentamiento bélico y las cifras de más de dos dígitos de inflación; *(ii)* la estructura y las limitantes que se derivaron de la readopción del patrón oro, que se presentó como una de las prioridades en la agenda internacional, asociando su retorno con una mejora en la confianza en los negocios y la adquisición de una relativa estabilidad financiera; *(iii)* la creciente burbuja especulativa del mercado de valores, en la que los precios de las acciones superaban su verdadero valor económico y cuyo colapso provocó una caída drástica de los precios y un conjunto de crisis financieras posteriores; y *(iv)* el colapso de distintos centros financieros, que resultó en un pánico generalizado y quiebras de bancos de distintos tamaños (Bernanke, 1983, pp- 263-267).

Además de los factores mencionados con anterioridad, algunos autores (Bugeja, 2013, pp. 84-86; Wilmarth, 2005, pp. 559-560) consideran que los cambios en la legislación que transformaron el sistema bancario de uno especializado, donde los bancos se dividían en bancos comerciales y bancos de inversión, hacia un enfoque universal que borraba esta distinción y permitía a los bancos ejercer como conglomerados financieros diversificados y ofrecer servicios bancarios, de valores y de seguros, son un factor explicativo del origen de la burbuja especulativa en el mercado de valores y su posterior colapso. La Ley de la Reserva Federal de 1913 y la Ley McFadden en 1927 allanaron el camino para que los bancos aumentaran su participación en el mercado de valores y en la financiación de empresas. De tal forma que, para finales de la década de 1920, los bancos estaban plenamente involucrados en actividades de inversión y especulación en el mercado de valores.

2.1.1 Los estragos de la Gran Depresión: contracción del producto, desempleo masivo, fluctuaciones inflacionarias y quiebras bancarias

Los efectos de las reiteradas crisis provocaron daños severos a la economía estadounidense, los cuales pueden ser constatados en el Cuadro 3.3. En cuanto a la actividad económica, la economía se contrajo cerca del 50% en los primeros cinco años de la Gran Depresión, pasando de \$105 miles de millones de dólares (mmd) a \$57.2 mmd. Esta contracción comenzó en 1930 y perduró hasta 1933.

En términos de desempleo, este periodo se caracterizó por un desempleo masivo y un deterioro del mercado laboral. Como se muestra en el Cuadro 3.3, tras un año del desplome del mercado de valores, la tasa de desempleo se había más que duplicado, pasando de 3.2% a 8.7% en 1930. Para el año de 1932, la situación había empeorado aún más, alcanzando la preocupante cifra de 25%. Durante el resto de la década, la tasa de desempleo se mantuvo en dos dígitos, dejando a millones de hogares en una situación devastadora. Sin embargo, a medida que la Segunda Guerra Mundial se aproximaba, la economía comenzó a enfocarse a saciar las demandas de la guerra por lo que hubo una mayor demanda de empleo y la tasa de desempleo comenzó a mostrar signos de recuperación.

En términos del crecimiento en los precios al consumidor, durante la Gran Depresión la inflación en los Estados Unidos tuvo un comportamiento heterogéneo. En los

primeros años se presentó un proceso deflacionario, ya que a medida que la economía se contraía, los precios de los bienes y servicios también lo hacían. Sin embargo, a mitad de la década de 1930 la inflación se posicionó en terreno positivo, registrando tasas de entre 1.0% y 3.7%. De igual forma, los preparativos para la Segunda Guerra Mundial provocaron un aumento en la producción, los cuales generaron un impacto positivo sobre los precios.

Cuadro 3.3. Efectos de la Gran Depresión sobre variables seleccionados de Estados Unidos

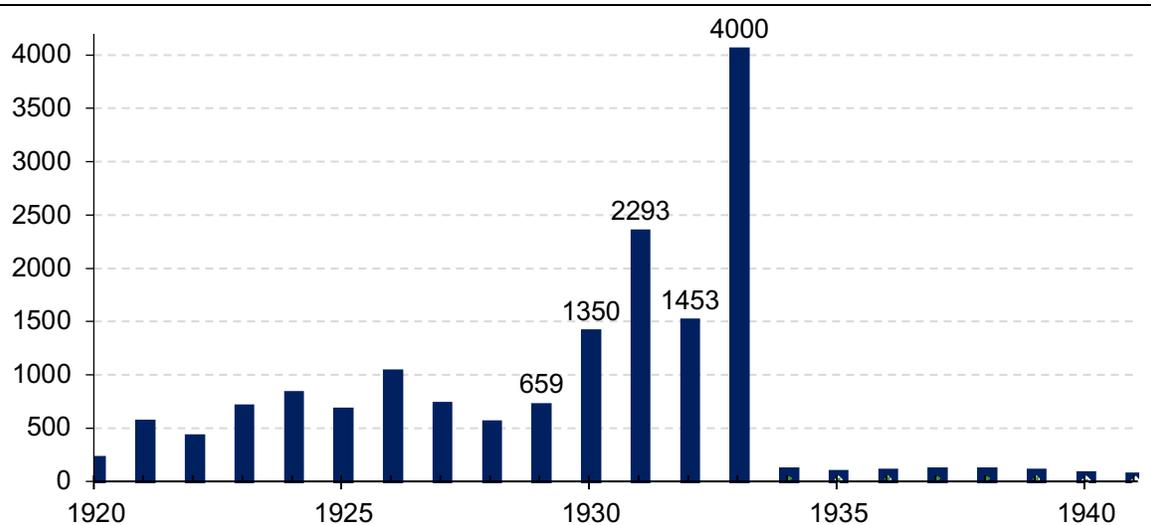
Año	PIB real	Tasa de desempleo	Inflación
	(tasa de crecimiento anual)	(diciembre)	(tasa de crecimiento anual del CPI, diciembre; 1983=100)
1929	-	3.2	0.0
1930	-8.5	8.7	-2.7
1931	-6.4	15.9	-8.9
1932	-12.9	23.6	-10.3
1933	-1.2	24.9	-5.2
1934	10.8	21.7	3.5
1935	8.9	20.1	2.6
1936	12.9	16.9	1.0
1937	5.1	14.3	3.7
1938	-3.3	19.0	-2.0
1939	8.0	17.2	-1.3
1940	8.8	14.6	0.7
1941	17.7	9.9	5.1
1942	18.9	4.7	10.9
1943	17.0	1.9	6.0
1944	8.0	1.2	1.6
1945	-1.0	1.9	2.3

Fuente: Elaboración propia con datos de *National Data* del *Bureau of Economic Activity* y *Bureau of Labor Statistics*.

Por último, las recurrentes crisis que se produjeron a inicios de la década de 1930 resultaron en la quiebra de numerosos bancos en Estados Unidos. Como se

muestra en la Gráfica 3.1, a raíz de la crisis en el mercado de valores en 1929, el número de quiebras bancarias aumentó en gran medida. En el periodo que comprende de 1929 a 1933, se registraron 9,755 quiebras, siendo el año de 1933 el que registró lo mayor cantidad de bancos en bancarrota. El drástico cambio de 1933 a 1934 se explica por la intervención gubernamental mediante el Feriado Bancario y la posterior implementación de la Ley de Glass-Steagall. A partir de 1934 y hasta 1941, el número de quiebras disminuyó considerablemente, con un promedio de 40 casos anuales.

Gráfica 3.1 Quiebras bancarias en los Estados Unidos (1920-1941)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Junta de Gobierno de la Fed (1943), recuperado de Wheelock (1998, pp. 130-131).

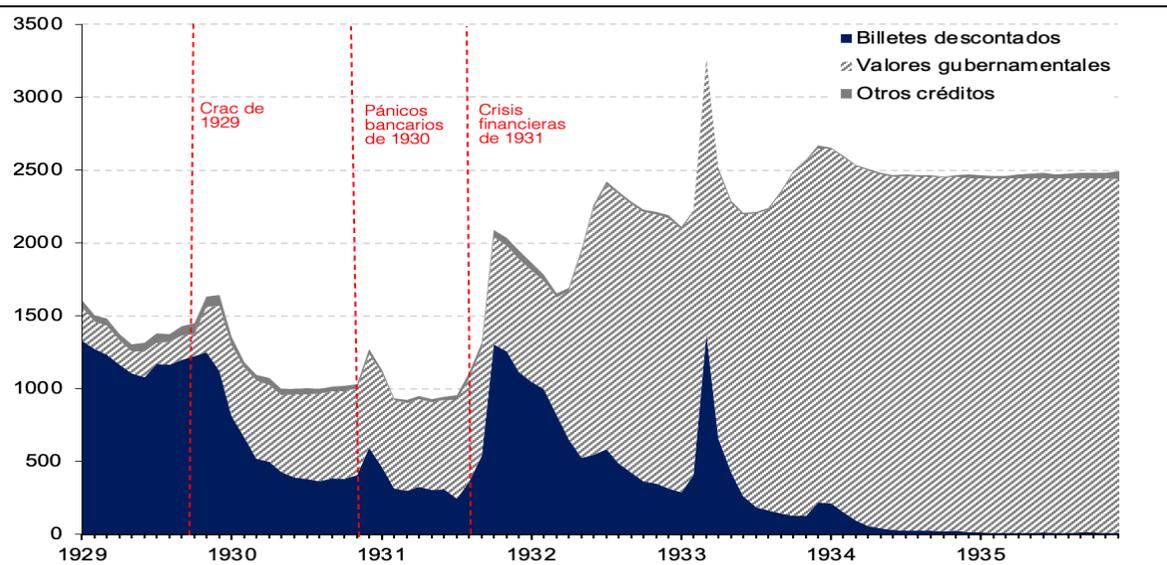
2.2 De la promesa al desempeño de la Fed²³

La Gran Depresión puso a prueba la capacidad de la Fed para responder como LOLR y reestablecer la estabilidad del sistema financiero. Al analizar las estadísticas del crédito emitido por parte de la Fed en su conjunto durante este periodo, junto con las tasas de descuento de un conjunto de Bancos de las Reservas (véase Gráfica 3.2 y 3.3) es posible describir la respuesta de la Fed como LOLR ante los distintos choques financieros que sucedieron durante la Gran Depresión como descoordinada, improvisada, tímida e intuitiva.

²³ El título de este capítulo se inspiró en el trabajo de Michael Bordo y David Wheelock (2011).

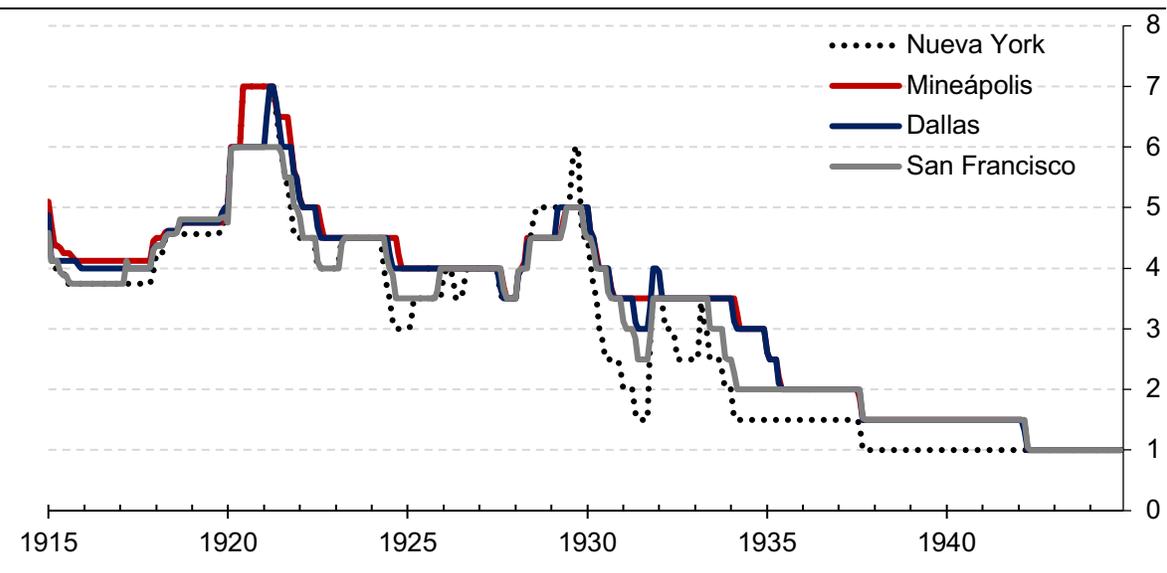
Gráfica 3.2 Crédito emitido del Sistema de la Reserva Federal (1929-1940)

(millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, Parte I, Sección 10- *Member Bank Reserves, Reserve Bank Credit, and Related Item*, Cuadro No. 101, pp. 369- 372 (Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (E.E.U.U.)).

Gráfica 3.3. Tasas de descuento, Bancos de la Reserva seleccionados (1915-1945)



Fuente: Elaboración propia con datos del NBER Macrohistory: XIII. Interest rates.

* Notas: Las series históricas del tema de macroeconomía del NBER reportan únicamente información para las Reservas Federales de Nueva York, Mineápolis, Dallas y San Francisco.

En los años previos al Crac de 1929, los Bancos de la Reserva redujeron gradualmente las tasas de interés con el fin de estimular la economía y contribuir a la recuperación de las secuelas de la Primera Guerra Mundial. La postura de la Fed se puede resumir en la metáfora del gobernador de la Reserva Federal de Nueva York, Benjamin Strong, quien usó la expresión de darle un “*petit coup de whisky*” (pequeño trago de whiskey) al sistema para ilustrar su intención de brindar apoyo (Roberts, 2000, pp. 80), es decir, la Fed siguió una política expansiva basada en el aumento de la oferta de dinero en la economía para disminuir las tasas de interés. Como muestra la Gráfica 2.3, las tasas descendieron de un nivel de 7% en julio de 1920 hasta llegar a 3.5% en enero de 1928. Esta política, en conjunto con el deterioro en la regulación que permitía la presencia de bancos universales, generaron un auge especulativo en el mercado de valores.

Preocupados por la burbuja especulativa que se estaba formando, los Bancos de la Reserva cambiaron su postura a partir de junio de 1928 para intentar mesurar la especulación y el endeudamiento excesivo. La Reserva Federal de Nueva York adoptó una postura más restrictiva en relación con los otros Bancos de la Reserva, al mantener un diferencial de 31 puntos base (pb) en comparación con los demás Bancos. Luego, en septiembre de 1929, la brecha se amplió aún más a 100pb, empero, el diferencial solo se mantuvo por dos meses. Nótese que el aumento de las tasas de descuento se realizó en vísperas del inicio de la crisis. A pesar de este cambio en la conducción de la política monetaria en miras de promover la estabilidad del sistema, el colapso del mercado de valores de 1929 demostró que la dinámica de los mercados financieros superaba estas medidas.

Tras el colapso, las circunstancias obligaron a los Bancos de la Reserva a tomar acciones para hacer frente a la crisis. Los datos indican un breve aumento del crédito emitido por la Fed para satisfacer las demandas de liquidez del sistema bancario y una caída en la tasa de interés. Algunos Bancos de la Reserva adoptaron medidas extraordinarias para contener la situación de estrés durante la Gran Depresión. Un ejemplo destacado es la Reserva Federal de Nueva York, la cual respondió al colapso bursátil de 1929 al aumentar la cantidad de préstamos emitidos a través de su ventanilla de descuento, concentrándose exclusivamente en el apoyo

a bancos miembros. Además, esta Reserva reaccionó con compras de bonos gubernamentales en el mercado abierto, lo que implica una inyección de liquidez al sistema en su conjunto. Ambas acciones proporcionaron fondos para que el sistema bancario pudiera enfrentarse a la crisis y evitar que esta continuara propagándose (Richardson & Troost, 2009, pp. 7).

Asimismo, la Reserva Federal de Atlanta y la Reserva Federal de St. Louis también jugaron un papel activo para palear el pánico. Ambas respondieron a las repentinas demandas de retiro de depósitos con préstamos de emergencia a los bancos miembros. Además, autorizaron a los bancos miembros de prestarle a aquellos otros que no contaban con membresía, lo que contribuyó a proporcionar liquidez al mercado en su conjunto. De acuerdo con Richardson y Troost (2009, pp. 6-10), la Reserva Federal de Atlanta respondió de forma más agresiva y efectiva al enviar un gran porcentaje de sus reservas en efectivo a otras ciudades. Las acciones de esta Reserva fueron cruciales para detener el pánico y evitar que el número de quiebras bancarias aumentara aún más.

En cuanto a la tasa de descuento, aunque cada uno de los Bancos de la Reserva respondió disminuyendo la tasa de interés, es interesante notar que lo hicieron en tiempos y magnitudes diferentes. La Reserva Federal de Nueva York, reconociendo el papel central que tenía en el sistema financiero, fue la primera en reaccionar. En noviembre de 1929, recortó su tasa de 6% a 4.7%. Siguiendo su ejemplo, la Reserva Federal de San Francisco también disminuyó la tasa de descuento en 42pb en diciembre, situándose en 4.5%. Finalmente, la Reserva Federal de Dallas y la de Mineápolis también recortaron sus tasas en febrero de 1930.

Como se mencionó anteriormente, la caída de la Bolsa de Valores fue solo el primero de un conjunto de choques financieros que caracterizaron la Gran Depresión. En 1930, se produjo el primer pánico bancario a raíz del cierre de algunas sucursales de *Caldwell and Company*, un banco de inversión con sede en Nueva York. Esto desencadenó un efecto dominó que obligó a cientos de bancos comerciales, pequeños y sin membresía, a suspender sus operaciones. Este

proceso continuó hasta que el Banco de los Estados Unidos, el cuarto banco más grande de la ciudad de Nueva York, cesó sus operaciones.

Aunque el crédito total emitido por la Fed presentó un breve aumento, alcanzando con rapidez un máximo local en diciembre, este comenzó a disminuir hasta estabilizarse en los primeros meses del año siguiente. En relación a la tasa de descuento, se observa un comportamiento diferenciado. Por un lado, las Reservas Federales de Nueva York y San Francisco experimentaron un declive de 100pb en su tasa, partiendo desde el choque financiero hasta septiembre de 1931. En contraste, la Reserva Federal de Dallas implementó una reducción de 63pb, mientras que la Reserva Federal de Mineápolis tuvo cambios mínimos, reduciendo su tasa en solo 18pb.

El siguiente choque financiero ocurrió en septiembre de 1931 cuando Gran Bretaña abandona oficialmente el patrón oro. Esta decisión generó preocupaciones a nivel internacional, ya que existía incertidumbre sobre si Estados Unidos también podría cumplir con su compromiso con el patrón oro. Lo anterior se tradujo en un aumento de la demanda de dinero por motivos especulativos, lo que resultó en una retirada masiva de depósitos bancarios.

Con la intención de detener las salidas de oro, demostrar que el país mantenía su compromiso con el régimen monetario y fortalecer la confianza en el sistema financiero nacional, algunos Bancos de la Reserva reaccionaron con un incremento en la tasa de descuento. Quien reaccionó de forma más agresiva fue la Reserva Federal de Nueva York, con un alza de 1.5% a 3.5% entre septiembre de 1931 a enero de 1932, seguido de San Francisco y Dallas quienes aumentaron sus tasas en 100pb, situándolas en 3.5% y 3.9% respectivamente. A diferencia de este comportamiento, la Reserva Federal de Mineápolis no emprendió algún esfuerzo para atraer oro a través de un aumento en su tasa.

Dada la naturaleza del choque financiero, la institución se concentró primordialmente en subir la tasa. También llevó a cabo préstamos y adquisiciones de activos gubernamentales con el fin de proveer de fondos, sin embargo, el apoyo tuvo una duración corta, ya que con la Gráfica 2.2 se puede apreciar que la Fed

disminuyó el ritmo al que proporcionaba liquidez al mercado los meses siguientes. Es interesante notar que, a partir de febrero de 1932, hay un cambio en la composición del crédito emitido por la Fed, otorgando un mayor peso a la compra de valores gubernamentales²⁴.

El último pánico bancario dentro de la serie de desastres financieros que ocurrieron durante la Gran Depresión tuvo lugar en febrero de 1933. En respuesta a esta crisis, la Fed actuó tomando en cuenta sus experiencias recientes, emitiendo cuantiosos préstamos y comprando valores gubernamentales, junto con el alza de la tasa de descuento por parte de la Reserva Federal de Nueva York. A pesar de que su reacción fue la más rápida y agresiva del periodo de estudio (como se muestra en el pico de la Gráfica 2.2), las acciones no fueron suficientes para compensar la disminución de las reservas causada por los retiros masivos de fondos.

La gravedad de la situación y la falta de confianza del público en el sistema bancario llevaron a considerar la declaración de un feriado bancario en todo el país. El presidente Franklin D. Roosevelt, con solo algunas horas de haber prestado juramento, declaró el feriado con efecto inmediato y durante una semana. En este tiempo, se suspendieron todo tipo de transacciones bancarias, incluyendo retiros, depósitos y transferencias. Si bien se retomaron las actividades tras el tiempo estipulado, el balance arrojó el cierre definitivo de 4,000 bancos.

El último choque en 1933 evidenció que las acciones de la Fed resultaban insuficientes para contrarrestar las afectaciones de la Gran Depresión sobre el sistema bancario y la economía en general. Tras varios años de enfrentar crisis recurrentes, en febrero de 1933 el enfermo ya estaba muy grave.

²⁴ En febrero de 1932, el Congreso autorizó el uso de valores gubernamentales como respaldo de los billetes emitidos por la Fed, lo que empujó a la institución a llevar a cabo una compra agresiva de los mismos. A partir de este decreto, la Fed disminuyó su emisión de préstamos exclusivos a bancos miembros y, en cambio, procedió a comprar valores gubernamentales para inyectar liquidez al sistema en su conjunto.

2.3 Críticas al desempeño de la Fed

Desde distintas líneas de investigación, el desempeño de la Reserva Federal como LOLR tras el crac de 1929 ha sido objeto de crítica. Si bien la literatura que aborda la política monetaria ejercida por la Fed durante este episodio suele estar en sintonía en cuanto al papel limitado de las acciones de la institución, es posible encontrar diversos factores explicativos. Por un lado, Friedman y Schwartz (1963) argumentan que su limitado desempeño durante la Gran Depresión se explica ya que esta fue la primera experiencia de la Fed ante una crisis de grandes dimensiones desde su reciente fundación en 1913. En cambio, los autores pasados y Rothbard (1975), sostienen que la muerte de Benjamin Strong, quien ejerció un liderazgo crucial en la Fed desde su establecimiento hasta 1928, dejó a la institución carente de una figura central de autoridad, lo que resultó en funcionarios con limitada experiencia laboral al mando cuando llegó la crisis. Por otro lado, Eichengreen (1992) y Temin (1989) sugieren que el regreso al patrón oro y la devoción de la Fed por mantenerlo en funcionamiento, intensificó la fragilidad del sistema financiero internacional y se convirtió en un factor central en la propagación de la Gran Depresión al resto del mundo. Richardson (2015) menciona que los límites se explican en las opiniones encontradas entre sus representantes en cuanto a la política de mitigación a seguir ante los pánicos observados.

Pese a los múltiples factores que se encuentran en la revisión de la literatura, desde la legislación es posible identificar fallas en la organización institucional dada una estructura descentralizada y la ausencia de un plan de contingencia, además de restricciones en el apoyo de LOLR a bancos con membresía con la Fed que condicionaron el desempeño de la Fed como LOLR.

La estructura descentralizada de la institución y la ausencia de un plan de contingencia como LOLR que involucrara una reacción en conjunto. La Ley de la Reserva Federal de 1913 estableció una estructura de 12 bancos delimitados por regiones geográficas específicas con la finalidad de tener un mejor entendimiento de las condiciones económicas a nivel local y regional. A pesar de esta intención racional, en la legislación no se delineó cómo deberían actuar en caso de

enfrentarse con una crisis o un pánico bancario que superara las fronteras regionales.

En la *praxis*, la Reserva Federal de Nueva York tomó la iniciativa al intervenir en el mercado de forma más enérgica, ajustando la tasa de descuento con mayor rapidez y magnitud, además de emitir préstamos a bancos en apuros. En contraste, algunos Bancos de la Reserva ajustaron tasas en menores magnitudes y con timidez. Además, al no tener claridad en los mecanismos existentes o permitidos, decidieron no emprender acciones para brindar liquidez al sistema. Como menciona Chandler (1971, pp. 233), algunos Bancos de la Reserva mostraron más flexibilidad que otros al momento de evaluar que activos serían aceptados como garantía para préstamos al bajar la calidad de los colaterales durante la emergencia, y algunos fueron más proactivos al proveer de circulante a otros bancos afectados por la crisis.

Carlson y Wheelock (2013, pp. 8) argumentan que, en lugar de colaborar en una política monetaria con una dirección clara, los bancos actuaban de forma competitiva entre sí. Incluso, en 1933, la Reserva Federal de Nueva York solicitó apoyo a la de Chicago para intercambiar oro por bonos gubernamentales ante las presiones que ejercían los flujos de capital sobre los requerimientos mínimos de reservas. Pese a la situación crítica, Chicago se negó a brindar apoyo.

Las acciones tomadas por los diferentes Bancos de la Reserva al momento de enfrentar el colapso del mercado y los pánicos subsecuentes muestran que, más allá de la falta de experiencia, los retrasos y omisiones se explican en parte por deficiencias en la organización institucional. Ello se refleja en la iniciativa individual de algunos representantes de explorar los límites y alcances de la Ley de la Reserva Federal, utilizando los instrumentos disponibles para gestionar los pánicos bancarios. De acuerdo con Carlson y Wheelock (2013, pp. 6), una respuesta efectiva hubiera requerido una coordinación más estrecha entre los diferentes Bancos de la Reserva regionales, no obstante, los estatutos de dicha Ley carecían de un conjunto de reglas o principios que permitieran la implementación conjunta de un plan de contingencia de LOLR. En lugar de ello, la Fed actuó de forma intuitiva,

improvisada y tímidamente ante las situaciones de estrés bancario, viendo limitada su función como LOLR.

Exclusividad en el apoyo de LOLR a bancos miembros y bajo ciertas restricciones.

- a) El acceso a la ventanilla de descuento estaba reservado para bancos comerciales miembros: Las entidades como instituciones de ahorro, compañías fiduciarias, instituciones financieras y bancos comerciales sin membresía no tenían acceso al crédito de la Fed. Según Carlson y Wheelock (2013, pp. 7), si bien solo el 35% de los bancos comerciales eran miembros, los miembros poseían cerca del 75% de los depósitos bancarios de Estados Unidos.
- b) Los bancos miembros no podían prestar a bancos sin membresía: La legislación prohibía que los bancos no miembros solicitaran crédito a la Fed, excepto si la Junta de Gobierno del Banco Central lo consideraba apropiado. Durante la crisis de 1929, la Fed autorizó ocasionalmente a bancos miembros actuar como agentes para bancos no miembros.
- c) Solo ciertos documentos servían como garantía para adelantos en la ventanilla de descuento: Se estableció una lista limitada de tipos de préstamos y valores que los bancos tenían autorizado para redescantar como colateral; esto incluía préstamos comerciales y agrícolas de corto plazo. La característica principal para redescuentos era que estuvieran ligados a transacciones de giro comercial, en lugar de acciones, bonos u otros valores de inversión, a excepción de los bonos del tesoro. Chandler (1971, pp. 233) señala que, durante el estallido de la crisis de 1929, un número considerable de bancos no tuvo la oportunidad de acudir con la Fed debido a la falta de documentos que cumplieran con esta característica.

3. El New Deal de la banca: Implicaciones para la regulación del sistema financiero y la función de prestamista de última instancia

3.1 Experimentos regulatorios en respuesta a la Gran Depresión

El estallido de la Gran Depresión, aunado a la reacción restrictiva de la política monetaria por parte de la Fed, llevó al sistema financiero al borde del colapso. El creciente número de quiebras bancarias, exacerbadas por los episodios de pánicos,

solo se detuvo cuando el presidente Franklin D. Roosevelt decretó el Día Feriado Bancario Nacional (*National Bank Holdiay*) el 6 de marzo de 1933.

Las imperfecciones en la estructura y el funcionamiento de la Fed, además de la creciente complejidad del sistema financiero, se hicieron evidentes durante los primeros años de la Gran Depresión. De tal forma que, cuando la crisis se desató, la legislación fue incorporando propuestas de emergencia y experimentos regulatorios, que el Congreso se vio compelido a aprobar por un tiempo determinado.

En ese sentido, durante la administración del presidente Hoover (1929-1933) surgió la Ley de la Corporación de Financiamiento para la Reconstrucción en 1932. Esta Ley establecía la creación de la Corporación de Financiamiento para la Reconstrucción, cuyo propósito era proporcionar fuentes de financiamiento de emergencia para aquellas instituciones financieras que pudieran contribuir en el impulso de la agricultura, el comercio y la industria (Gou et al., 2013). Esta entidad contaba con la facultad de otorgar préstamos, adquirir acciones de empresas en apuros y refinanciar deudas de gobiernos locales, actuando como un LOLR por parte del Tesoro (Butkiewicz, 1995, pp. 199).

En respuesta a las preocupaciones de los miembros de la Fed por la falta de dinero en circulación ante la limitación del respaldo de oro, se creó la Ley Bancaria de 1932, la cual aprobó tanto la aceptación de activos que previamente no eran elegibles para descuento y el uso de valores gubernamentales como colateral. Estas facilidades expiraron un año después a su aprobación, sin embargo, ante el panorama de incertidumbre y choques sucesivos que continuaron, posteriormente se extendieron (Gou et al., 2013).

3.2 Nuevo enfoque regulatorio: Ley Glass-Steagall de 1933 y la Ley de la Reserva Federal de 1935

El presidente Franklin Roosevelt (1933-1945), implementó un conjunto de políticas y reformas tanto económicas como sociales conocidas como el *New Deal*. Su objetivo era superar las consecuencias de la Gran Depresión y restaurar la dinámica

económica del país. En particular, este programa también buscó dotar de estabilidad al sistema financiero a través un cambio en el enfoque de la regulación financiera.

A pesar de que la legislación de 1913 y 1927 promovieron un aumento del riesgo al omitir restricciones sobre el tipo de actividades que podían realizar los bancos, permitiendo a los bancos comerciales participar directamente en el mercado de valores, esto intensificó las vulnerabilidades tanto de los bancos como de los depósitos comerciales y de ahorro de sus clientes, y finalmente, culminó en las terribles consecuencias de la Gran Depresión. Los distintos choques de la década de 1930 evidenciaron un conflicto político claro entre las prioridades del sistema financiero y los de la colectividad, lo que dio espacio a una respuesta contundente por parte de los representantes políticos en términos de la implementación de un nuevo marco regulatorio que promoviera la estabilidad del sistema financiero y velara por los intereses de la población en su conjunto (véase Cuadro 3.4).

Cuadro 3.4. Implicaciones de la Gran Depresión para la regulación del sistema financiero en Estados Unidos

Gobierno en turno	Ley	Puntos principales
Hoover (1929-1933)	Ley de la Corporación de Financiamiento para la Reconstrucción de 1932	a) Creación de la Corporación de Financiamiento para la Reconstrucción, encargada de proporcionar préstamos y apoyo económico a empresas y gobiernos locales.
	Ley Bancaria de 1932	a) Autorización a las reservas regionales para prestarle a bancos miembros en activos que no serían elegibles para descuento. b) Autorización a las reservas regionales para recibir bonos gubernamentales como colateral de los billetes de la Reserva Federal, además del oro y el papel comercial.
Roosevelt (1933-1945)	Ley Bancaria de 1933 o Ley Glass-Steagall	a) Separación de la banca comercial y la banca de inversión b) Creación del <i>Federal Deposit Insurance Corporation</i> . c) Introducción del requisito regulatorio de informes anuales. d) Imposición de límites a la tasa de interés de los depósitos (Regulación Q)
	Ley de la Reserva Federal de 1935	a) Renombramiento de los títulos de los líderes b) Ampliación de los poderes de la Reserva Federal, como la decisión de emitir cartas bancarias (<i>bank charter</i>).
		c) Transferencia de poder de los bancos regionales de reserva a la Junta de la Reserva Federal, con sede en Washington. d) Aclaración y codificación de la relación entre la Reserva Federal y las ramas ejecutiva y legislativa del gobierno federal.

Fuente: Elaboración propia con datos de Gou et al. (2013).

3.2.1 Ley Glass-Steagall de 1933

En junio de 1933, el presidente Roosevelt aprobó la propuesta de Ley del senador demócrata Carter Glass y el presidente del Comité de Banca y Moneda Henry Steagall. La Ley Bancaria de 1933²⁵, o también ampliamente conocida como la Ley Glass-Steagall, tenía como objetivo principal “*proporcionar un uso más seguro y más efectivo de los activos de los bancos, para regular el control interbancario, para prevenir la dispersión de fondos hacia operaciones especulativas y para otros fines (pp.1).*” Esta abogaba por la separación de la banca de inversión de la banca comercial, es decir, se buscaba el regreso a un sistema especializado en el cual se prohibía a los bancos comerciales, que se dedicaban a recibir depósitos y emitir préstamos, participar y comerciar valores; por otro lado, se les impedía a los bancos de inversión aceptar depósitos de sus clientes y tener conexiones estrechas con los bancos comerciales, como cargos de dirección superpuestos o propiedad común. Lo anterior tenía como fin reducir el riesgo de que los bancos se involucraran en prácticas especulativas que pudieran poner en peligro la estabilidad del sistema financiero (Maues, 2013). Cabe mencionar que esta Ley se propuso inicialmente en 1932, no obstante, causó controversia entre algunos banqueros que buscaban perpetuar sus actividades especulativas.

Un gran aporte de esta Ley fue la creación de la Corporación Federal de Seguros de Depósito (*Federal Deposit Insurance Corporation*, FDIC). Se trata de una agencia independiente del gobierno estadounidense, establecida con el propósito de restaurar la confianza, garantizar la seguridad en el sistema bancario y proteger a los depositantes. El seguro de depósito que ofrece la FDIC, se refiere a una garantía para los depositantes en caso de la quiebra de un banco. A diferencia de otros fondos financieros, este opera mediante primas pagadas por los bancos asegurados, quienes contribuyen al Fondo administrado por la FDIC. En caso de que un banco asegurado tenga dificultades financieras o quiebre, la FDIC utiliza el

²⁵ Una copia del acta original se encuentra en el archivo histórico digital de la Reserva Federal de St. Louis (Ley Pública 66-73 D Congreso, H.R. 5661).

Fondo de Seguro de Depósitos para cubrir los depósitos asegurados de los clientes del banco hasta ciertos límites.

La FDIC fue un tema ampliamente debatido, por un lado, los bancos pequeños, sobre todo los rurales, eran grandes defensores de este seguro, mientras que los bancos grandes se oponían, ya que creían que tarde o temprano terminarían subsidiando a los bancos pequeños. A pesar de las discrepancias, Glass y Steagall insistieron al presidente Roosevelt de incluirlo y así, en enero de 1934, el fondo temporal logró asegurar los depósitos hasta por \$2,500 dólares estadounidenses (Maues, 2013). Actualmente, la FDIC continúa siendo un pilar en la protección de los depositantes al aportar una capa adicional de seguridad y estabilidad al sistema bancario. A lo largo del tiempo, este monto de cobertura de seguro de depósito ha experimentado múltiples aumentos, hasta alcanzar el valor máximo actual de \$250,000²⁶.

Otra medida adoptada fue la obligación de las empresas tenedoras de acciones y algunos otros afiliados a bancos estatales a presentar informes anuales de sus operaciones y estados financieros tanto al Banco de la Reserva que les correspondiera como a la Junta de la Reserva Federal. Así se buscaba contar con una mayor supervisión y control de sus acciones, además de exigir mejores medidas de transparencia de los directivos y accionistas de los bancos.

Siguiendo la clasificación de instrumentos de regulación propuesta por Mishkin (2001, pp. 9-17), White (2009, pp. 17) y Panico et al. (2016, pp. 255), la Ley Bancaria de 1933 introdujo instrumentos de regulación estructural al separar la banca comercial y la de inversión. La regulación prudencial se inclinó por una aproximación discrecional, tal como la introducción de reportes obligatorios, y la regulación de manejo y solución de crisis, al incorporar seguro de pasivos con el FDIC. Cabe aclarar que la regulación prudencial basada en el cumplimiento de coeficientes de liquidez y de capital tomó un papel secundario, ya que fungían como una evaluación inicial de riesgos, sin que ello reemplazara la evaluación de los supervisores.

²⁶ Vigente hasta marzo de 2024 y sujeto a revisión en abril del mismo año (FDIC, 2024).

En cuanto a la función de LOLR, la Ley Bancaria de 1933 implicó un regreso hacia la banca especializada, con el propósito de reducir la toma de riesgos en exceso y la posibilidad de pérdidas con impacto sistémico, disminuyendo así la necesidad de una intervención de provisión de liquidez. La instauración de una red de seguridad financiera mediante el seguro de depósitos genera confianza entre el público, lo que disminuye la probabilidad de retiros masivos de depósitos y, por consiguiente, la demanda constante de un LOLR que gestione las corridas bancarias. La transparencia en la salud financiera de las instituciones, a través de informes anuales obligatorios, facilita la evaluación y prevención de situaciones críticas. En conjunto, estos elementos han sido fundamentales para restaurar la confianza del público y fortalecer el sistema financiero nacional.

3.2.2 Ley de la Reserva Federal de 1935

La Ley de la Reserva Federal de 1935²⁷ se centró en una revisión profunda de la estructura y funciones de la Fed. Uno de los cambios fue el renombramiento de los títulos de los líderes de la Reserva, lo cual tenía una implicación simbólica pero también legal. En otros bancos centrales el título de “Gobernador” le corresponde al tomador de decisiones final de la institución. Así, esta Ley cambió los títulos de sus líderes con la intención de centralizar la autoridad en la Junta de Gobierno. Esto buscaba asegurar una coordinación más efectiva y oportuna entre los doce Bancos de la Reservas, reflejando el interés de prevenir las reacciones dubitativas que se experimentaron durante la Gran Depresión (Gou et al., 2013).

En este proceso, los Bancos de las Reservas perdieron ciertos poderes legales, como dirigir las OMA de su propio distrito y decidir qué valores comprar. Con la creación de la versión moderna del *Federal Open Market Committee* (Comité Federal de Operaciones de Mercado), los miembros votantes ahora deciden el camino de las operaciones para el sistema en su conjunto y controlan los instrumentos de política monetaria. Esto permite que los bancos regionales participen en la creación

²⁷ Una copia del acta original se encuentra en el archivo histórico digital de la Reserva Federal de St. Louis (Ley Pública 305-74º Congreso, H.R. 7617).

de una política monetaria nacional coordinada, en lugar de seguir políticas independientes en sus distritos (Gou et al., 2013).

Sin embargo, esta Ley también les entregó una gran discreción en la decisión de otorgar una carta bancaria, es decir, un documento legal que autoriza a una institución financiera a operar como banco y proveer servicios bancarios. Las autoridades federales estaban obligadas a examinar distintos aspectos más allá de la estructura de capital, la liquidez y las potenciales ganancias del banco, sino además su capacidad de gestión y si su creación lograba satisfacer las necesidades de la comunidad en la que se establecería (White, 2009, pp. 17).

La clasificación de instrumentos de regulación indica que la Ley Bancaria de 1935 se enfocó sobre todo en regulación de corte estructural al establecer los lineamientos para el actuar de la Reserva Federal, además de decidir qué tipo de empresas y cuántas de ellas podían participar en el sistema bancario.

En cuanto a la función de LOLR, la Ley 1935 buscó abordar errores en términos de coordinación y respuesta efectiva entre los Bancos de la Reserva. Centralizando la autoridad de la Fed en la Junta de Gobierno, se cedieron las operaciones de mercado abierto de los distritos individuales, empero, se ganó una respuesta coordinada y única en momentos de crisis. Además, la discreción minuciosa en la emisión de cartas bancarias puede influir en la solidez de las instituciones financieras autorizadas, ya que una evaluación más rigurosa contribuye a garantizar que sean financieramente sólidas y cumplan con las necesidades de la comunidad.

Capítulo 4. La Crisis Financiera Global y el Prestamista de última instancia moderno

La crisis financiera de 2007-2009, también conocida como la Crisis Financiera Global (CFG), fue la crisis económica más severa desde la Gran Depresión, marcando el devenir de la historia económica contemporánea. En respuesta a esta situación, los bancos centrales implementaron medidas de emergencia destinadas a estabilizar los mercados financieros, restablecer la confianza en el sistema bancario y mitigar los efectos de la crisis en la actividad económica. Entre estas medidas, la provisión de liquidez emergió como una herramienta crucial para evitar que los problemas de liquidez de las instituciones escalaran a problemas de solvencia y prevenir un colapso sistémico. Ello incluyó tanto prácticas conocidas, como la reducción de la tasa de interés y el uso de facilidades de liquidez permanentes, como también acciones más novedosas adaptadas a las circunstancias y requerimientos específicos de la crisis actual.

En este contexto, este capítulo se pregunta si la función de prestamista de última instancia (LOLR) ha experimentado cambios como resultado de la reciente CFG. Esta interrogante es relevante, ya que comprender las transformaciones y continuidades de la función puede proporcionar importantes lecciones para gestionar futuras crisis financieras. Por consiguiente, el objetivo de este capítulo es examinar las intervenciones llevadas a cabo por el Sistema de la Reserva Federal (Fed), el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (ECB) en su papel como proveedores de liquidez durante la CFG, con el fin de evaluar si la función de LOLR ha trasmutado hacia una versión moderna y, de ser así, identificar sus características distintivas.

Los resultados de esta investigación muestran que los bancos centrales reaccionaron en un primer momento con medidas convencionales de LOLR ante los primeros signos de estragos de la CFG, estas no fueron suficiente para combatir las crecientes preocupaciones y dificultades en el sistema financiero internacional. Lo anterior llevó a las autoridades a poner en marcha nuevas facilidades de provisión de liquidez en sintonía con los problemas específicos de ciertos mercados, además

de llevar a cabo acciones sin precedentes, como la compra de activos en gran escala. Además de fungir como LOLR, los bancos centrales han tenido que ampliar sus responsabilidades para actuar como creador de mercados de última instancia y como prestamistas de última instancia a nivel internacional. La desviación de las medidas adoptadas con relación a la literatura del siglo XIX y la ineficiencia de las medidas convencionales de LOLR evidencian una transformación de la función hacia una versión moderna.

Este capítulo se divide en cuatro secciones. En la primera se presenta una breve descripción de los orígenes de la CFG, considerando los cambios en el marco regulatorio del sistema financiero y la proliferación de un modelo de negocios basado en activos tóxicos y riesgosos. En la segunda sección se analizan las medidas convencionales de LOLR de los bancos centrales seleccionados. En la tercera se analizan medidas novedosas de provisión de liquidez que incluyen la creación de facilidades, la compra de activos a gran escala, la intermediación en mercados desordenados y la provisión de liquidez en moneda foránea a otros bancos centrales. Por último, en la cuarta sección se realiza un análisis comparativo que delinea las características del LOLR moderno.

1. Una breve descripción de los orígenes de la Crisis Financiera Global

1.1 Orígenes de la Crisis Financiera Global

Los orígenes de la CFG no se limitaron solo al mercado hipotecario, sino que son resultado de un proceso de desregulación, liberalización, innovación y especulación financiera que culminó en la explosión de instrumentos financieros de alta complejidad en los mercados globales (Capraro, et al., 2019, pp. 27). Si bien las heridas en la memoria colectiva tras la Gran Depresión llevaron a la instauración de un marco regulatorio que minimizara la ocurrencia de crisis en los años siguientes y fortaleciera la capacidad de respuesta de la autoridad monetaria, los distintos choques que sacudieron la economía global en los años 70s y las presiones del sector bancario (Sherman, 2009, pp. 9) impulsaron un proceso de revisión del régimen de regulación, que se formalizó definitivamente en los 90s.

De esta manera, se inició un proceso de desregulación en el que las autoridades relajaron y/o eliminaron una serie de requisitos y normativas que regulaban al sistema financiero, otorgando mayor flexibilidad operativa a las instituciones financieras. En el Cuadro 4.1 se enlistan los aspectos claves de las leyes aprobadas que transformaron el panorama financiero en los Estados Unidos y contribuyeron hacia el aumento de la complejidad de las actividades financieras y de la toma de riesgos de los agentes, cuya acumulación de vulnerabilidades llevó a la irrupción de la CFG. La legislación fomentó la expansión bancaria interestatal al eliminar los límites de ubicación y requisitos de sucursales; revocó los estatutos de la Ley Glass-Steagall, lo que permitió a los bancos comerciales involucrarse en actividades de inversión y comercialización de valores, es decir, dio lugar a la conformación de la banca universal; implementó un marco regulatorio laxo que allanó el camino para el crecimiento en términos de tamaño, volumen de negocios y activos de las instituciones financieras.

Cuadro 4.1. Cambios en la regulación del sistema financiero en los Estados Unidos (1980-2000)

Ley	Año	Aspectos clave
Ley de Desregulación de Instituciones Depositarias y Control Monetario	1980	<ul style="list-style-type: none"> • Desregulación de tasas de interés • Expansión y diversificación en la oferta de servicios bancarios • Eliminación de restricciones de ubicación, facilitando la expansión de sucursales
Ley de Mejoramiento de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos	1991	<ul style="list-style-type: none"> • Niveles de capital más altos • Marco sólido para el cierre y liquidación de bancos en dificultades • Aumento del seguro de depósitos a \$100,000 por cuenta. • Requisitos de transparencia y divulgación más extensos
Ley de Eficiencia Bancaria y Expansión de	1994	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminación de restricciones interestatales • Consolidación bancaria vía fusiones y adquisiciones de otras instituciones ubicadas en otros estados

Sucursales y Operaciones Interestatales Riegle-Neal		<ul style="list-style-type: none"> • Requisitos de notificación a reguladores la intención de adquirir otras instituciones
Ley de Modernización de Servicios Financieros Gramm-Leach-Bliley	1999	<ul style="list-style-type: none"> • Desregulación de barreras entre industrias, que impedían que bancos comerciales, compañías de seguros y firmas de valores participaran conjuntamente
Ley de Modernización de Futuros de Materias Primas	2000	<ul style="list-style-type: none"> • Exención de regulación para derivados extrabursátiles, también conocidos como <i>over-the-counter (OTC) derivatives</i> • Creación de un marco legal para los swaps y otros derivados OTC • Exención de regulación para futuros de materias primas

Fuente: Elaboración propia con datos de Panico et al. (2016, pp. 258-259) y Sherman (2009, pp. 9-10).

Un punto clave de este proceso de desregulación del sistema financiero fue la proliferación de derivados financieros a partir de finales de la década de 1980, que son contratos cuyo valor depende de un conjunto de activos subyacentes, como acciones, bonos, créditos, tipo de cambio, mercancías, etc. (Martínez, 2023). Estos derivados obtienen su valor a raíz de fluctuaciones en el precio de los activos en cuestión, o en las tasas de interés asociadas, lo que significa que sus valores varían en función de cómo evolucionan estos elementos. Lo anterior permite que los agentes financieros especulen en una gama amplia de activos, por ejemplo, en el alza o caída del precio del petróleo, en la potencial quiebra de una empresa e incluso en el clima de la semana en curso. En el contexto del mercado hipotecario, los derivados de estos créditos se convirtieron en una alternativa atractiva para los inversionistas que, ante las deprimidas tasas de interés en los Estados Unidos, vieron a estos contratos como una gran oportunidad para tener mayores ganancias.

1.2 Dinámica de los contratos de derivados y el sistema financiero

A continuación, se describe un ejemplo de cómo se puede llegar a la formación de un contrato derivado considerando la dinámica entre prestatarios, prestamistas, bancos de inversión, bancos sombras, inversionistas y aseguradoras.

En condiciones normales, un individuo solicita un préstamo hipotecario para adquirir una propiedad y se compromete a realizar pagos periódicos a la entidad prestamista, cuyos ingresos provienen del pago de intereses acordados. Dado el extenso plazo de amortización que conllevan las hipotecas, las entidades prestamistas suelen actuar con cautela al otorgar préstamos y administrar los pagos que reciben. No obstante, en los años previos a la crisis, las entidades prestamistas emprendieron un nuevo modelo de negocios, en donde, en lugar de concentrarse únicamente en la emisión de préstamos, optaron por venderlos a bancos de inversión. En lugar de vender cada hipoteca individualmente, decidieron agrupar un cúmulo de ellas en una cartera más amplia denominada Valores respaldados por hipotecas (*Mortgage backed securities*, MBS). Posteriormente, los bancos de inversión tomaron estos MBS y los combinaban con otros préstamos para crear complejos derivados financieros conocidos como Obligaciones de deuda colateral (*Collateralized debt obligations*, CDO), con el fin de aumentar sus ganancias y comercializarlos entre inversionistas internacionales en busca de rendimientos más elevados. Como resultado de esta dinámica, cuando los prestatarios realizaban los pagos de sus hipotecas, estos no los recibía la entidad prestataria con la que habían contratado, sino los inversionistas de todo el mundo (Fuster, et al., 2022, pp.1).

Lo anterior fue respaldado y potencializado por las agencias calificadoras de crédito, que eran contratadas y remuneradas por los bancos de inversión para evaluar los CDOs. En numerosas ocasiones, estos derivados recibieron la máxima calificación posible, AAA, lo que contribuyó a fortalecer la percepción de que eran inversiones seguras. Cabe mencionar que estas agencias calificadoras no estaban sujetas a sanciones ni a responsabilidades legales en caso de que sus evaluaciones no reflejaran la realidad financiera de estos instrumentos (Hill, 2010, pp. 585-586).

La creciente fiebre por los derivados financieros y la promesa de obtener mayores ganancias provocaron una relajación en las condiciones de crédito. Esto abrió la puerta para que individuos con un historial crediticio de menor calidad y/o recursos financieros limitados, tuvieran la oportunidad de acceder a préstamos; estos fueron catalogados como *subprime*. La facilidad de adquirir este tipo de crédito sea para el consumo o hipotecarios, combinada con la caída de las tasas de interés entre 2001 y 2004 (6% a 1%) crearon las condiciones ideales para que la adquisición de créditos se volviera una tentación irresistible. Ello fungió como estímulo para la participación en operaciones especulativas relacionadas con distintos contratos de derivados que se crearon como consecuencia del aumento del crédito disponible.

En medio de esta compleja red de actores, tomaron relevancia las instituciones financieras no bancarias. A diferencia de las entidades bancarias tradicionales, estas entidades operaban al margen del marco de regulación y supervisión convencional, lo que les permitía trabajar de forma paralela. En el epicentro de la llamada banca sombra (*shadow banking*) se encontraban, por ejemplo, los fondos de cobertura y las sociedades de inversión, que se guiaban por la búsqueda de rendimientos más altos para sus inversionistas. Estas instituciones financieras no bancarias tenían una estrecha relación con los bancos de inversión, convirtiéndose en actores claves al facilitar el financiamiento para la comercialización de derivados financieros vinculados a las hipotecas, incluyendo los MBS y los CDOs, lo que amplificaba aún más la complejidad del sistema (Kodres, 2023).

Motivados por el deseo de obtener mayores ganancias, los bancos de inversión y las instituciones financieras no bancarias apostaron por los créditos *subprime* y otros contratos de derivados riesgosos, que pagaban tasas de interés más altas que los préstamos tradicionales. Lo anterior los condujo a adquirir préstamos para financiar la compra de más insumos destinados a la creación de CDOs, lo que resultó en un nivel de apalancamiento hasta niveles prácticamente insostenibles. Ante el potencial riesgo asociado a los CDOs, se introdujo en el mercado una gran cantidad de derivados conocidos como Permutas de incumplimiento crediticio (*Credit default swaps*, CDS). Estos funcionaban como un tipo de seguro contra el

impago de los CDOs, en el cual la aseguradora se comprometía a compensar a los inversionistas en caso de pérdidas a cambio de una cuota trimestral. A diferencia de la operación normal de un seguro, los CDS se vendían también a los especuladores, lo que significaba que, al activarse, la aseguradora debía compensar no solo al propietario del bien, sino también a todos los que habían asegurado ese mismo bien. Cabe mencionar que, en 1996, la Fed autorizó el uso de CDS con fines regulatorios de capital²⁸, lo que impulsó su participación en el mercado. A finales de 2006, los bancos de inversión que emitían los CDOs empezaron a apostar en contra de sus propios productos, de modo que, en caso de que los CDOs fallasen, aún obtendrían ganancias a través de los CDS (Stulz, 2010, pp. 76-77).

Así, los cambios en la regulación del sistema financiero que habían empezado después de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods y que se formalizaron en la década de 1990, proporcionaron un terreno fértil para la innovación financiera de productos cada vez más complejos, facilitando el acceso al crédito, manteniendo tasas de interés bajas y con calificaciones crediticias alejadas de la realidad. Además, permitieron un alto nivel de apalancamiento de los bancos de inversión y la participación de especuladores en los contratos de seguros. Estos factores, que estaban previamente prohibidos o regulados de manera más estricta con la legislación de Glass-Steagall (Nersisyan, 2015, pp. 6-8), contribuyeron para inflar la frágil burbuja inmobiliaria.

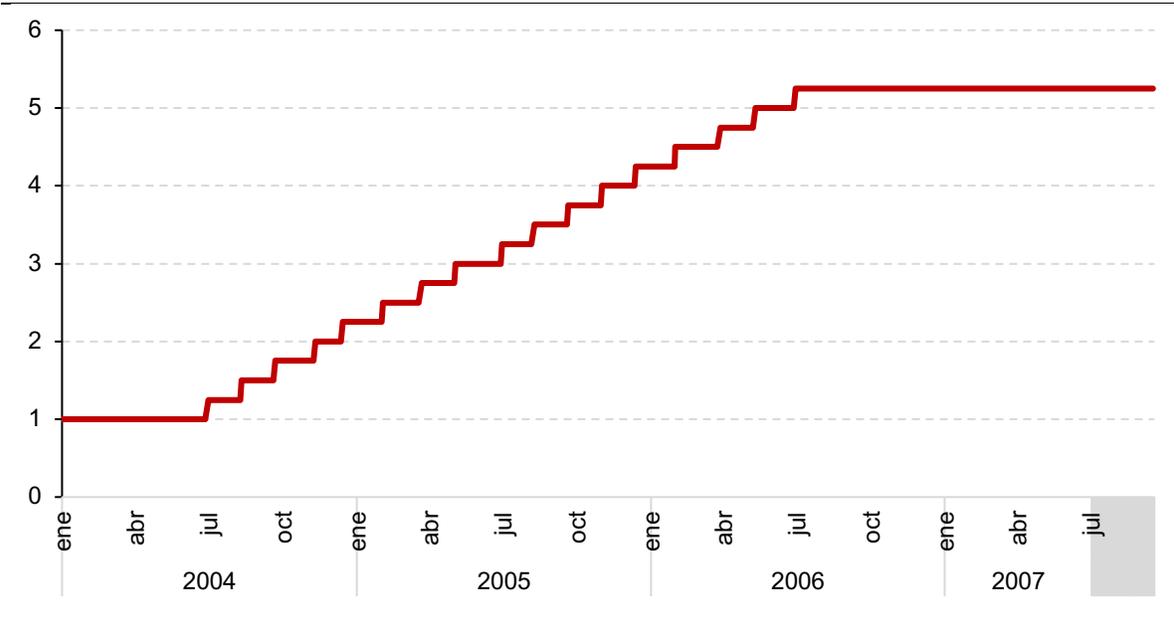
A partir de 2006, comenzaron a surgir señales que indicaban que algo no iba bien en la economía. En particular, después de registrar un punto máximo en los precios de la vivienda, estos comenzaron a descender, generando preocupación no solo en el mercado estadounidense, sino también a nivel internacional. En agosto de ese mismo año, la curva de rendimientos se invirtió, siendo un importante indicador anticipado de recesiones, preveía una crisis en un plazo de 1 a 2 años.

²⁸ Ello significaba que los bancos podían liberar capital para otras inversiones o actividades comerciales y, en lugar de mantener reservas de capital completas, podían utilizar este instrumento para cubrirse contra el riesgo de incumplimiento (Levine, 2012, pp. 40).

Simultáneamente, se observó un aumento en el número de reportes de morosidad para los créditos *subprime*. Este aumento de impagos coincidió con el alza en las tasas de interés por parte de la Fed para combatir la inflación, que pasó de 1% en 2004 a cerca de 5.25% en julio de 2006 y se mantuvo en ese nivel hasta septiembre de 2007.

Gráfica 4.1 Tasa de referencia, Fed (2004-2007)

(Tasa de fondeo federal de referencia, %)



Fuente: Elaboración propia con datos de FRED (2024).

La situación condujo a que muchas personas se enfrentaran con dificultades para realizar los pagos mensuales de sus préstamos. Además, debido al aumento en la oferta de propiedades en el mercado, que empujó su valor a la baja, se produjo una discrepancia entre el valor actual de las propiedades y los montos acordados en las hipotecas, lo que propició una mayor cantidad de incumplimientos en los préstamos hipotecarios. Ello afectó a los acreedores, al enfrentarse con una drástica disminución en la demanda por parte de los bancos de inversión por MBS.

Posteriormente, la creciente percepción de riesgo en el mercado también generó una disminución en el precio de los CDOs. Conforme los precios de los activos financieros continuaban su declive y la desconfianza en los mercados se

acrecentaba, los bancos de inversión se encontraron con grandes dificultades para desprenderse de estos derivados. Como resultado, se vieron obligados a vender sus activos a precios inferiores a los que originalmente los habían adquirido, con la intención de recuperar liquidez y hacer frente a sus obligaciones financieras. Sin embargo, esta medida solo ejerció presión a la baja sobre los precios, generando pérdidas sustanciales y debilitando aún más los niveles de capital de los bancos. La falta de recursos disponibles en los bancos para cubrir sus deudas y otros compromisos financieros desencadenó una crisis que trastocó los sistemas financieros de diferentes partes del mundo; esta situación llevó a muchas instituciones financieras al borde de la insolvencia. Además, las empresas que dependían de financiamiento para sus operaciones también empezaron a padecer los efectos del estrangulamiento crediticio.

Así, en agosto de 2007, el banco europeo BNP Paribas anunció que, debido a complicaciones vinculadas con sus inversiones en los mercados de derivados, se suspenderían temporalmente tres de sus fondos de inversión, lo que impediría a los inversores recuperar sus fondos. Después de estas declaraciones, las tasas de interés en los mercados interbancarios subieron inmediatamente, lo que demandó la intervención de las autoridades monetarias en términos de provisión de liquidez. Este evento es considerado como el inicio de una serie de desarrollos que trascendieron el ámbito financiero y se propagaron hacia la economía real, dejando una huella en la historia económica global.

2. Implementación de medidas convencionales de LOLR ante la Crisis

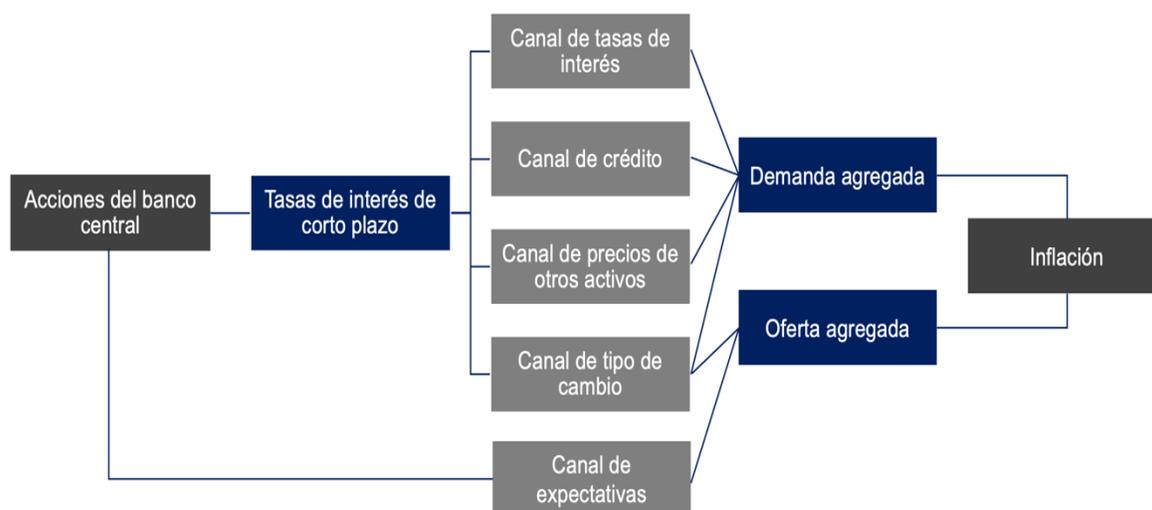
En el verano de 2007, la economía global se enfrentó con un conjunto de desafíos que amenazaron la estabilidad financiera. Los bancos centrales se vieron obligados a actuar como LOLR, por lo que emprendieron una serie de medidas para proveer de liquidez a la economía en dimensiones sin precedentes y combatir los efectos adversos de la crisis. En esta sección, se analizan las medidas de LOLR que ya eran conocidas por las autoridades monetarias, como la reducción de la tasa de interés de referencia y el uso de sus líneas de crédito permanentes. Se presta

especial atención a las acciones emprendidas por la Fed, dado que la crisis se gestó en Estados Unidos, seguidas por las del BoE y el ECB²⁹, instituciones relevantes en el sistema financiero global actual.

2.1 Reducción de la tasa de interés de referencia

A diferencia de las experiencias estudiadas en los capítulos previos, a partir de la década de 1990s los bancos centrales conducen la política monetaria principalmente a través del control de la tasa de interés de muy corto plazo fijando una tasa de interés de referencia. La decisión de las autoridades de ajustar el nivel de dicha tasa tiene efectos sobre el desenvolvimiento de variables clave para la economía, como la demanda y oferta agregada, el empleo y la inflación (véase Figura 1).

Figura 4.1 Mecanismos de transmisión de la tasa de interés de referencia



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México (2016).

²⁹ Las autoridades monetarias pasadas son figuras reconocidas que han desempeñado un papel protagonista en los capítulos anteriores de este trabajo de investigación. Sin embargo, es necesario realizar una introducción adecuada al ECB en esta sección. Se trata de una institución particular debido a su papel como la autoridad monetaria central de 19 países de la Unión Europea que comparten el euro como moneda común. Su funcionamiento operativo comenzó en 1999 con el lanzamiento de la moneda física, aunque cabe mencionar que antes del ECB, operó temporalmente el Instituto Monetario Europeo entre 1994 y 1998 (Scheller, 2004).

Los ajustes en la tasa de interés de referencia³⁰ también tienen implicaciones para la función de LOLR ya que, en ocasiones, afectan el costo de acceso a algunas facilidades de liquidez cuya tasa depende de la decisión de política monetaria del banco central, condicionando el costo del apoyo de las instituciones bancarias.

De los bancos centrales seleccionados, la Fed fue el primero en emprender acciones. Como se muestra en la Gráfica 4.2, en septiembre de 2007, en medio de las crecientes preocupaciones económicas, la Fed decidió reducir la tasa de fondeo federal de referencia en 50 puntos base (pb), situándola en un 4.75%. Dado que la economía continuaba deteriorándose, la Fed siguió con las reducciones a la tasa de referencia. Con ocho recortes adicionales de entre 25 y 75 pb, la tasa se ubicó en 1% en octubre de 2008. El 16 de diciembre de 2008, la Fed optó por establecer un rango objetivo para la tasa de referencia, fijando los límites inferior y superior en un histórico 0-0.25%; este rango se mantuvo hasta diciembre de 2015. Lo anterior evidenció que la autoridad había llegado al límite inferior efectivo de las tasas de interés, subrayando la gravedad de la situación.

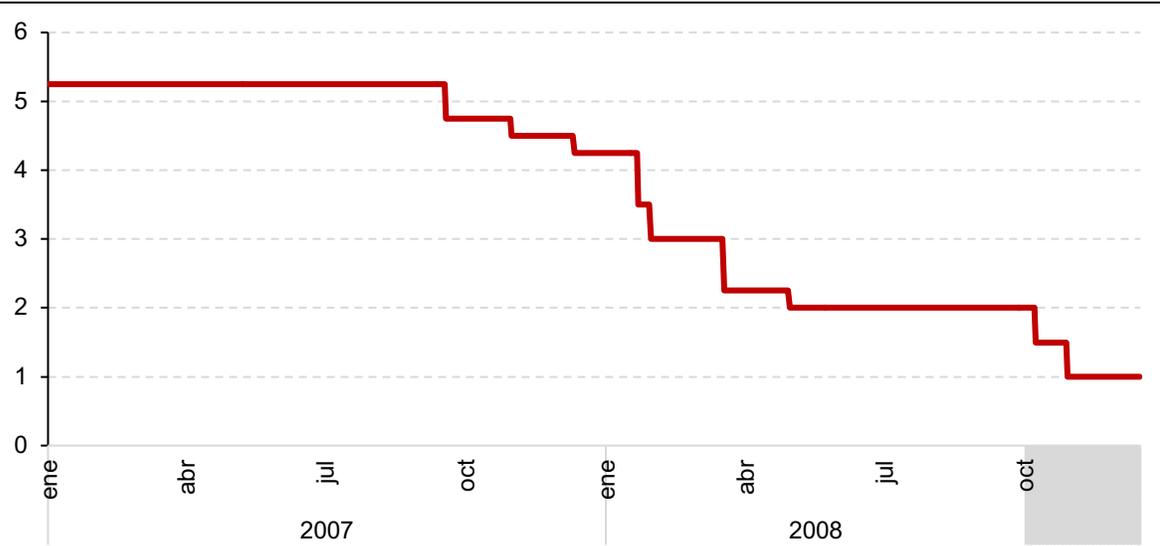
A diferencia de su par estadounidense, el BoE se encontraba en medio de un ciclo alcista de la tasa de referencia a principios de 2007. En Inglaterra, el Comité de Política Monetaria del BoE tomó la decisión de recortar su tasa de referencia hasta diciembre de 2007, es decir, tres meses de rezago en relación con la decisión de la Fed. Como muestra la Gráfica 4.3, a partir de entonces, la institución de banca central realizó ocho recortes adicionales a la tasa de referencia. Aunque la mayoría fueron de 25 y 50 pb, destacan las reducciones de noviembre y diciembre de 2008, que en conjunto sumaron 250 pb menos en la tasa. El 05 de marzo de 2009, el BoE decidió contraer la tasa de referencia a 0.50%, donde se ubicó hasta julio de 2016.

³⁰ En particular, el canal de transmisión de la tasa de interés opera cuando un cambio en la tasa de referencia provoca una variación en el mismo sentido sobre otras tasas de interés a lo largo de diferentes horizontes, afectando así toda la curva de tasas de interés. Además, tiene un efecto sobre la tasa que cobran los bancos comerciales por los préstamos que otorgan, lo que tiene un impacto en la disponibilidad de crédito para el consumo e inversión de los agentes económicos y, con ello, en la actividad económica en general.

Este nivel marcó un momento histórico en Inglaterra al convertirse en la tasa de interés objetivo más baja registrada en los más de 300 años de historia del BoE.

Gráfica 4.2 Tasa de referencia, Fed (2007-2008)

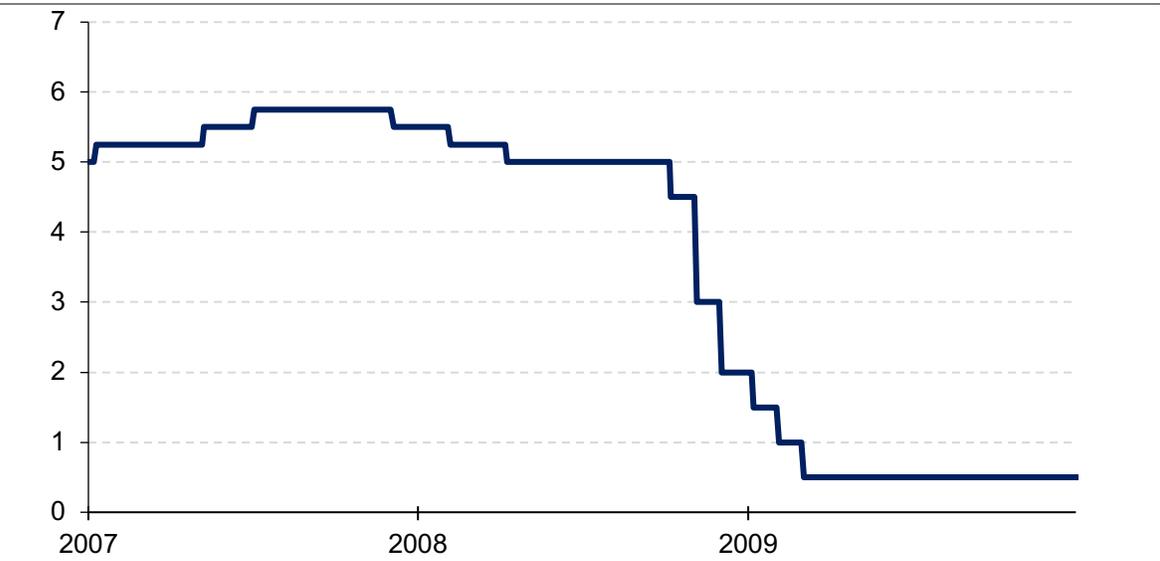
(Tasa de fondeo federal de referencia, %)



Fuente: Elaboración propia con datos de FRED (2024).

Gráfica 4.3 Tasa de referencia, BoE (2007-2009)

(Tasa de referencia, %)

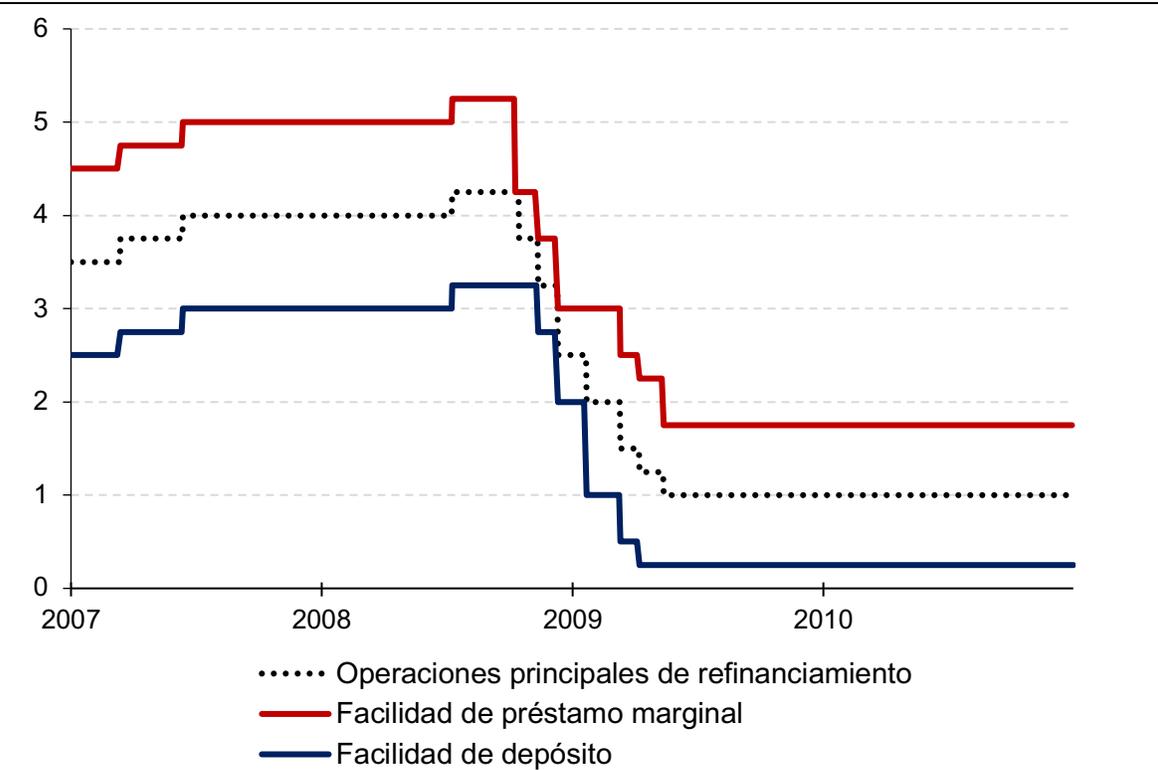


Fuente: Elaboración propia con datos de BoE (2024).

El ECB cuenta con tres tasas de referencia: la Facilidad de Préstamo Marginal, las Operaciones Principales de Refinanciamiento y la Facilidad de Depósito. En la Gráfica 4.4 se muestra como en 2007, el ECB comenzó el año con dos aumentos en sus tasas de referencia, alcanzando niveles del 3%, 4%, y 5%, respectivamente. Aunque la Fed y el BoE estaban reduciendo sus tasas, el ECB decidió mantener dichos niveles durante un año. No fue hasta octubre de 2008 que se produjo el primer recorte en la Facilidad de Préstamo Marginal y en las Operaciones Principales de Refinanciamiento, seguido por Facilidad de Depósito en noviembre. Posteriormente, se realizaron recortes consecutivos en un rango de 25 a 100 pb. La tasa de Facilidad de Depósito fue la primera en alcanzar su tasa final de recorte en abril de 2009, llegando a un mínimo histórico del 0.25%. Las otras dos alcanzaron su mínimo un mes después, en 1% y 1.75%, respectivamente, y se mantuvieron hasta el tercer trimestre de 2011.

Gráfica 4.4 Tasas de referencia, ECB (2007-2010)

(Tasas de referencia, %)



Fuente: Elaboración propia con datos de ECB (2024).

Los tres bancos centrales redujeron su tasa de interés de referencia hasta alcanzar niveles muy cercanos a cero. Al acercarse al límite inferior cero, las autoridades se encuentran desarmadas ya que la política monetaria pierde su efectividad dado que tanto los hogares como las empresas prefieren mantener efectivo, lo que merma su efecto sobre el consumo, gasto e inversión. De tal forma que, los bancos centrales se encuentran en dificultades para estimular aún más la economía vía esta herramienta y se ven en la necesidad de acudir a medidas novedosas (Blanchard, 2017, pp.80).

2.2 Facilidades de crédito permanentes

Inicialmente, los bancos centrales seleccionados utilizaron las facilidades de crédito que existían previo a la irrupción de la crisis. Si bien en cada jurisdicción el nombre de las facilidades es único, la facilidad de préstamos bilateral permanente suele conocerse como ventanilla de descuento. Esta ha sido una fuente vital de crédito para las instituciones bancarias para resolver sus problemas de liquidez desde tiempos remotos.

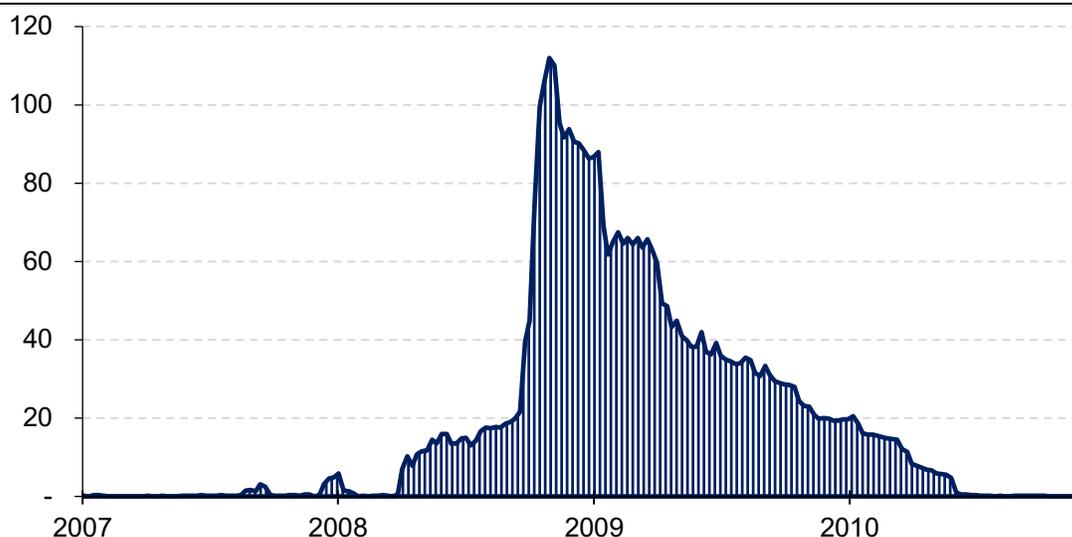
En Estados Unidos, la ventanilla de liquidez de corto plazo tiene como objetivo proveer de liquidez a instituciones de depósito para que gestionen sus riesgos de liquidez y evitar situaciones como retiros masivos en momentos de tensión. A través de esta facilidad se emiten tres tipos de créditos: crédito primario, secundario y estacional, cada uno con su propia tasa de interés, no obstante, es la misma para todos los Bancos de la Reserva (Reserva Federal, 2024).

Como muestra la Gráfica 4.5, la ventanilla de descuento comenzó a utilizarse a finales de 2007 y aumentó su uso drásticamente a partir de septiembre de 2008. Su máximo se alcanzó en marzo de 2009, sin embargo, posteriormente comenzó a disminuir gradualmente los meses siguientes. Esta medida resultó inefectiva incluso cuando hubo múltiples esfuerzos para incentivar su uso a través de reducciones en la tasa de descuento, que se encontraba por debajo de la tasa de fondeo federal. Las autoridades reconocieron que existía el factor del estigma asociado al uso de la ventanilla de descuento, que convertía a la facilidad en una opción poco atractiva

para las instituciones bancarias. Si bien se trataba de una facilidad “sin preguntas” donde se mantenía en confidencialidad las identidades de las empresas prestatarias, los bancos temían que con la publicación de la información de los balances de los Bancos de las Reservas los observadores pudieran identificar, o al menos especular, de qué instituciones se trataba (English y Mosser, 2018, pp. 4-7). Como menciona Oganessian (2013, pp. 9), si bien Bagehot (1873 [2021], pp. 97) recomendaba mantener una tasa alta para desincentivar las malas prácticas, el estigma y las consecuencias de rumores de insolvencia eliminaba dicha opción.

Gráfica 4.5 Ventanilla de descuento, Fed (2007-2010)

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de FRED (2024).

En Inglaterra, esta facilidad lleva el nombre Facilidades de Préstamo Operativas Permanentes (*Operational Standing Lending Facility, OSLF*)³¹ y se trata de préstamos a un día que las empresas pueden utilizar para gestionar problemas de liquidez inesperados (BoE, 2023). Estas operaciones aplican una prima de 25pb a la tasa bancaria estándar y requieren garantías de alta calidad y altos niveles de liquidez. A través de la OSLF, es posible identificar que, si bien el BoE se apegó a

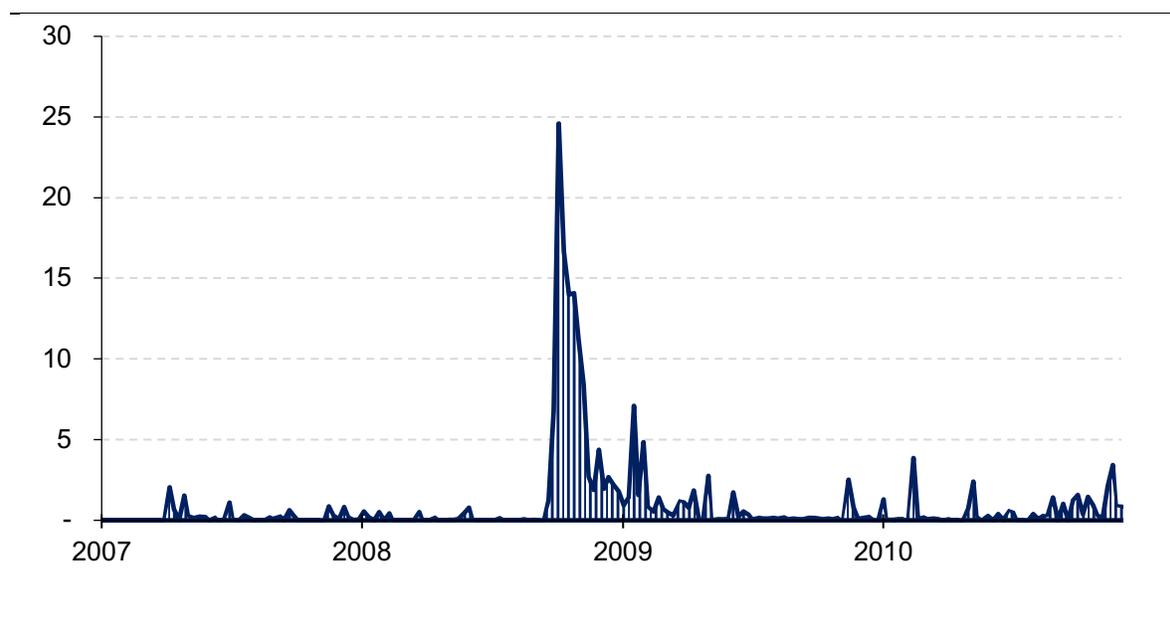
³¹ Inicialmente se trataba de la Facilidad de Préstamo Permanente (*Standing Lending Facility, SLF*), no obstante, en octubre de 2008 se reformó a OSLF (BoE, 2008, pp. 1-2).

la llamada regla de Bagehot, la facilidad se utilizó en muy pocas ocasiones en el periodo de la CFG. Los datos registrados por el BoE registran que de 2008 a 2012 la facilidad se utilizó en cuatro ocasiones, sumando 102 millones de libras esterlinas entre las cuatro provisiones de liquidez. Si bien estaba diseñada para proveer de liquidez a instituciones con problemas de liquidez temporales, el BoE consideró necesario adoptar medidas adicionales para atender problemas que subyacían a la CFG, como la falta de confianza, los activos tóxicos y la estigmatización para recurrir a esta facilidad.

En cuanto al ECB, esta medida lleva el nombre de Facilidad de Préstamo Marginal (*Marginal Lending Facility, MLF*) y permite a entidades financieras obtener liquidez de los bancos centrales de cada nación a un día. La tasa de interés la determina el ECB y es igual para todos los países de la Zona Euro. Una característica de la facilidad es que no existe un límite en cuanto a los fondos solicitados, sin embargo, está sujeto a la cantidad de activos de garantía de las entidades (ECB, 2023).

Gráfica 4.6 Facilidad de Préstamo Marginal, ECB (2007-2010)

(Millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos de ECB (2024).

Como muestra la Gráfica 4.6, la MLF es una facilidad comúnmente usada por las entidades financieras para hacer frente a sus necesidades. En el contexto de la

CFG, su uso se intensificó a partir de septiembre de 2008 y alcanzó su máximo en octubre del mismo año. A diferencia de las facilidades homólogas de sus pares internacionales, la MLF suele percibirse como una opción de financiamiento viable libre de estigma por parte de las entidades.

3. Implementación de medidas novedosas de LOLR ante la Crisis

Dado que la política monetaria se encontraba incapaz de responder vía la reducción de la tasa de interés y las facilidades de crédito resultaban relativamente ineficientes para saciar las diversas necesidades de liquidez del sistema financiero, los bancos centrales seleccionados impulsaron nuevas formas de utilizar las herramientas a su disposición para mantener las instituciones financieras operativas y el crédito fluyendo a consumidores y empresas y, con ello, mitigar los efectos de la crisis en curso. Además de las medidas previamente descritas, se diseñaron y pusieron en marcha una serie de programas pioneros que no solo inyectaron liquidez al sistema en su conjunto, sino que también se dirigieron específicamente a mercados con dificultades operativas y a otros bancos centrales.

3.1 Creación de facilidades de provisión de liquidez

Reserva Federal. Dado el protagonismo de la Fed en la CFG, Oganesyán (2013, pp.7) sugiere dividir las acciones emprendidas por esta institución en tres etapas. Durante la primera fase, que abarcó desde agosto de 2007 hasta septiembre de 2008 cuando Lehman Brothers se declaró en quiebra, la Fed llevó a cabo medidas enfocadas a aliviar las presiones de liquidez en el mercado de bonos del tesoro y el de papel comercial, además de incluir a los bancos de inversión a través de la creación de un conjunto de facilidades (véase Anexo 4.1).

La primera facilidad se anunció el 12 de diciembre de 2007, llamada Facilidad de Subasta a Plazo (*Term Auction Facility*, TAF). Tomando en cuenta los problemas de estigma asociados al uso de la ventanilla y el rechazo por parte de las entidades financieras para acudir a ella, TAF permitía superar estos obstáculos de provisión de liquidez. Así, los bancos podían pedir prestado junto con otras entidades en apuros y ofrecer una rama más amplia de colateral en relación con la ventanilla.

Durante los primeros tres meses del programa, TAF resultaba más barato que la ventanilla de descuento, sin embargo, incluso después de que la Fed redujo el costo de utilizar la ventanilla de descuento en marzo de 2008, los agentes aún preferían acudir a TAF por la cuestión del estigma (Runkel, 2022, pp. 1378).

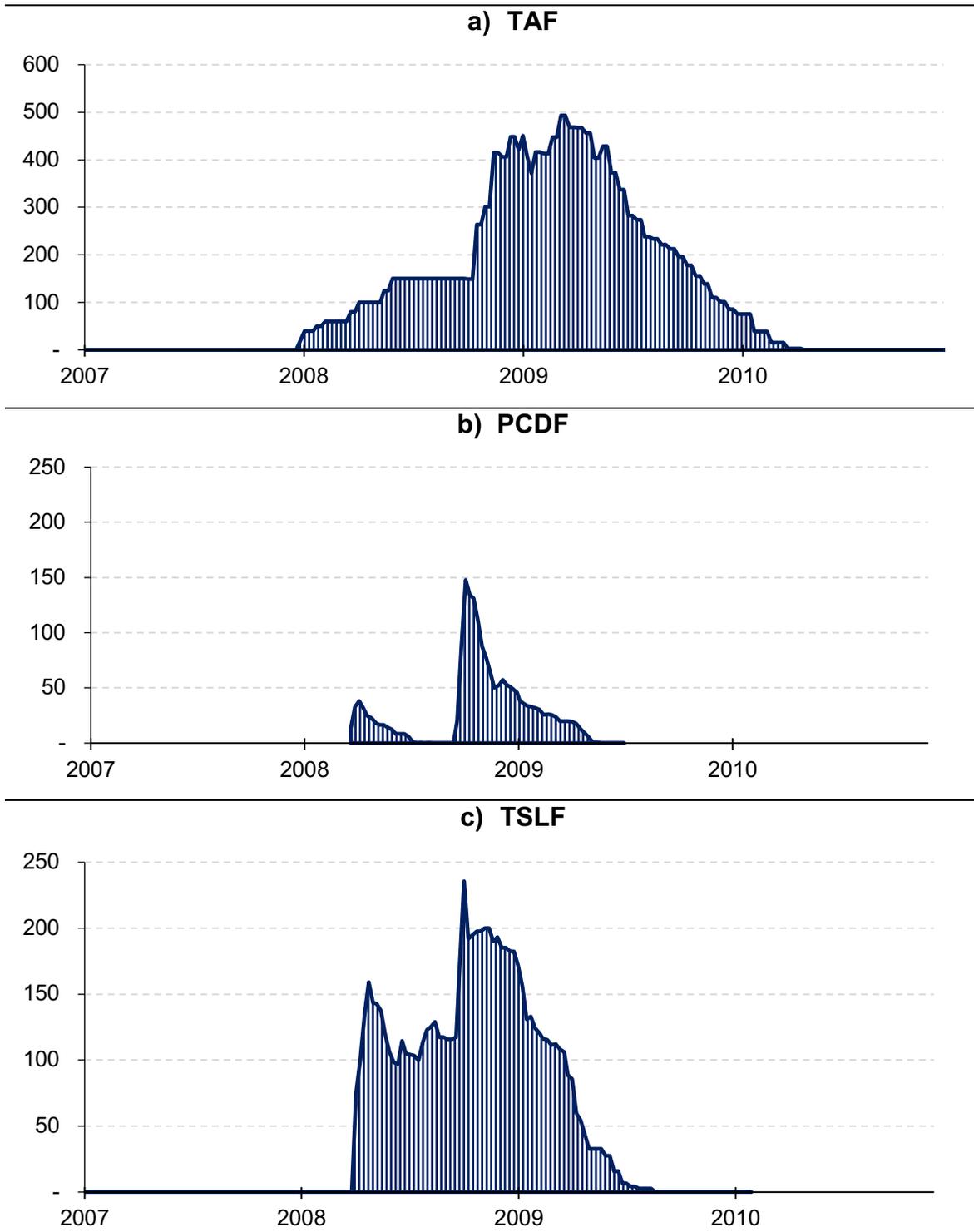
La Facilidad de Crédito para Concesionarios Principales (*Primary Dealer Credit Facility*, PDCF) y la Facilidad de Préstamo de Valores a Plazo (*Term Securities Lending Facility*, TSLF) son un ejemplo de las acciones sin precedentes adoptadas por la Fed. En particular, estas facilidades reconocen las posibles consecuencias en el sistema financiero que podrían materializarse ante la quiebra de concesionarios principales de gran tamaño y altamente interconectados con otras entidades financieras. Mediante el PDCF, los cinco principales bancos de inversión de Estados Unidos tenían la opción de recurrir a la Reserva Federal para obtener financiamiento adicional (Yang, 2020, pp. 159). Por otro lado, con el TSLF, los 20 principales corredores de Nueva York también tenían esta posibilidad, una opción que no estaba disponible anteriormente (Leon, 2020, pp. 203).

Si bien extender liquidez de manera selectiva a agentes solventes contradice a la literatura del siglo XIX de apoyar al mercado en general, la estrategia de dirigir la liquidez a un cierto tipo de agentes que gozan de solvencia es un mecanismo útil para mantener la liquidez en los mercados secundarios. Por otro lado, la ampliación de los tipos de colateral aceptados, entre ellos valores no garantizados, ilíquidos y emitidos por entidades privadas, contradice la noción de colateral seguro que recomienda Bagehot.

Como muestra el conjunto de Gráfica 4.7, TAF comenzó a operar a finales de 2007, mientras que PDCF y TSLF en los primeros meses de 2008. Si bien las tres facilidades aumentaron considerablemente a mediados de 2008, TAF fue la facilidad más utilizada en términos de miles de millones de dólares, alcanzando un máximo en marzo de 2009.

Gráfica 4.7 Facilidades de provisión de liquidez, Fed (2007-2010)- Etapa 1

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de FRED (2024) y Junta de Gobierno de la Reserva Federal (2021).

Por último, la Fed implementó por primera vez una facilidad de crédito *ad hoc*, con el propósito en particular de evitar el colapso de Bear Stearns y facilitar su adquisición por parte de JP Morgan. La institución financiera estadounidense contaba con problemas financieros relacionados con inversiones en activos respaldados por hipotecas de alto riesgo. Si bien ello contradice la literatura del siglo XIX de LOLR, la Fed evaluó el efecto de su quiebra sobre el resto de la economía y consideró conveniente intervenir.

La segunda fase abarca desde septiembre de 2008 hasta noviembre del mismo año, un periodo de tres meses en el que la gravedad de la crisis continuó aumentando (véase Anexo 4.2). Durante este periodo, como describe Oganessian (2013, pp.7), la Fed tomó medidas que llevaron a un aumento de los activos reportados en el balance de la institución.

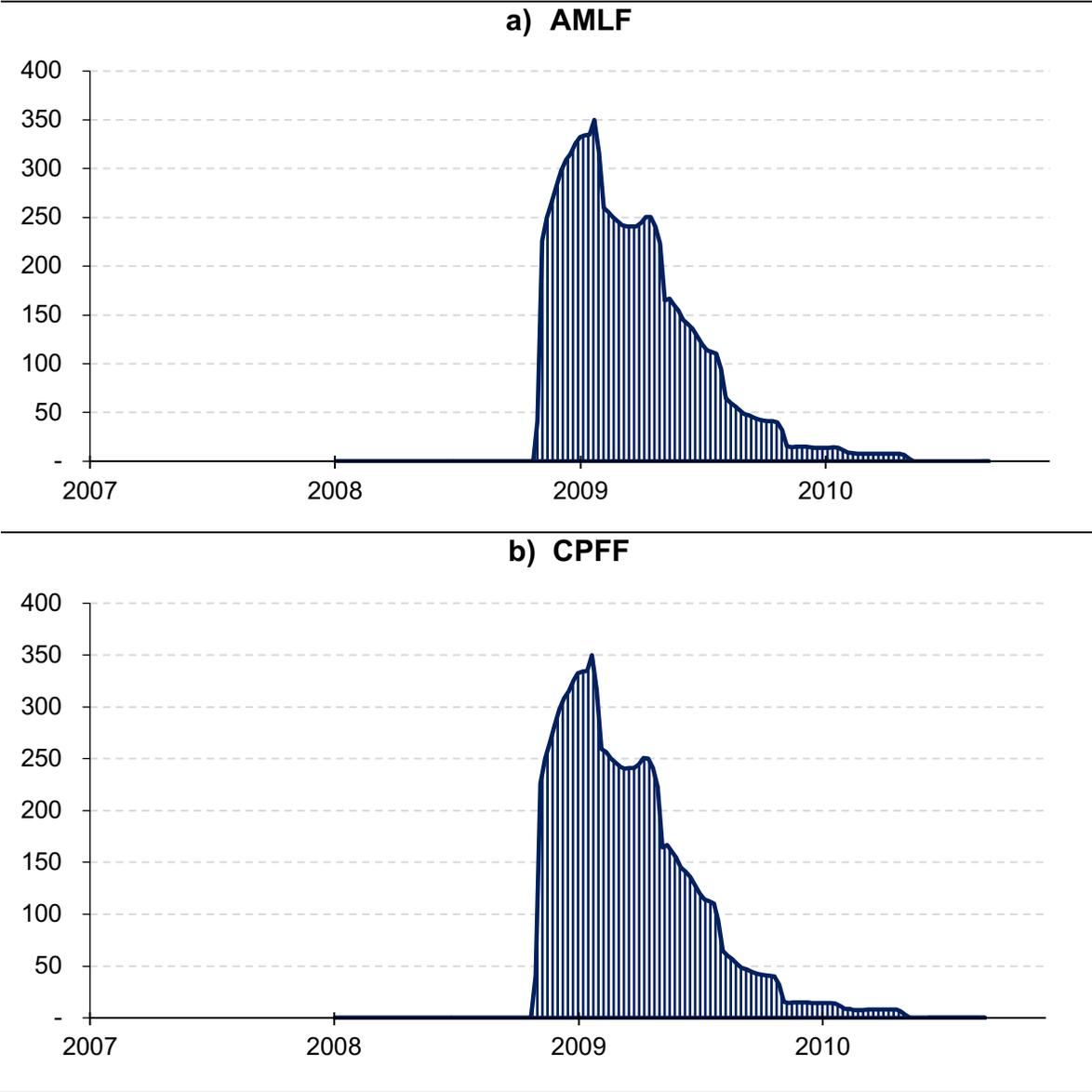
Entre las facilidades de provisión de liquidez adoptadas, se incluyó la iniciativa de comprar papel comercial, préstamos a corto plazo que las empresas suelen utilizar para obtener financiamiento provisional. Ello se llevó a cabo a través de tres facilidades en específico: la Facilidad de Liquidez para Fondos Mutuos del Mercado Monetario respaldados por Papel Comercial (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, AMLF), la Facilidad de Financiamiento de Papel Comercial (*Commercial Paper Funding Facility*, CPFF) y la Facilidad de Financiamiento para Inversores del Mercado Monetario (*Money Market Investor Funding Facility*, MMIFF). Estas medidas proporcionaron liquidez adicional al ofrecer efectivo a las empresas a cambio del papel comercial, al mismo tiempo que contribuyeron a mantener en funcionamiento a los prestamistas. MMIFF se abrió en octubre de 2008, pero cerró un año después; so se hicieron préstamos a través de esta facilidad (Reserva Federal, 2016).

Con el objetivo de respaldar la disponibilidad de crédito para hogares y pequeñas empresas, así como evitar un paro completo de la economía, la Fed implementó el programa de Facilidad de Préstamo de Valores Respaldados por Activos (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, TALF). Bajo el TALF, la Fed tenía la capacidad de otorgar préstamos a los tenedores de este tipo de activos con

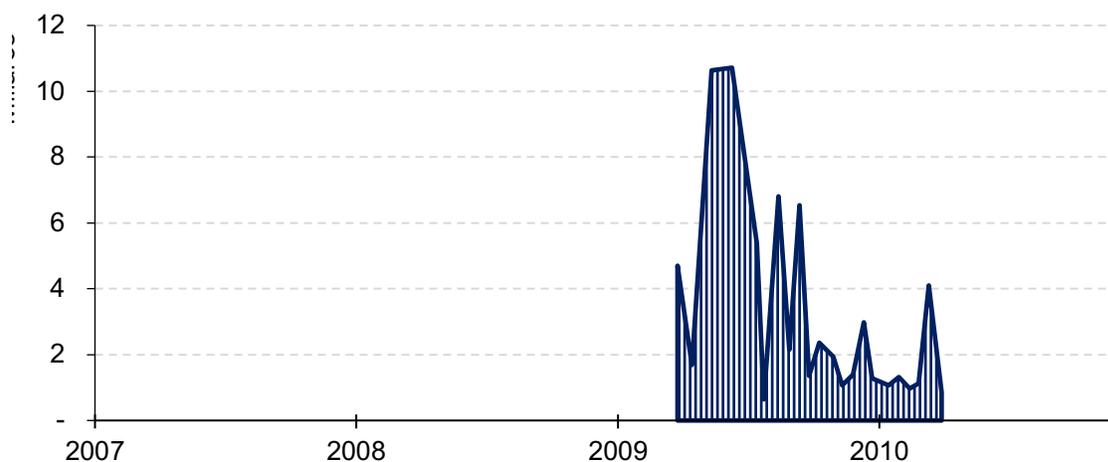
calificación AAA, aceptando como garantía una amplia variedad de préstamos, como los destinados a la compra de automóviles, financiamiento estudiantil, tarjetas de crédito y otros tipos de préstamos (Rhee, 2020, pp. 286-287). En consonancia con la literatura del siglo XIX, la Fed optó por aceptar como colateral aquellos activos que en condiciones normales se pudieran considerar como suficientemente buenos.

Gráfica 4.8 Facilidades de provisión de liquidez, Fed (2007-2010)- Etapa 2

(Miles de millones de dólares)



c) TALF



Fuente: Elaboración propia con datos de FRED (2024) y Junta de Gobierno de la Reserva Federal (2021).

Por último, durante este periodo, la Fed implementó una facilidad de crédito *ad hoc* para llevar a cabo un rescate masivo y costoso de la compañía aseguradora *American International Group* (AIG). Esta entidad contaba con una alta exposición a instrumentos financieros complejos y tóxicos, entre ellos los CDS, que, a diferencia de los seguros tradicionales, obligaban a AIG a compensar no solo a los propietarios del activo asegurado, sino también a todos aquellos que habían asegurado ese mismo activo y a los bancos de inversión que habían apostado en contra de sus propios productos. Conforme el valor de los CDOs caía, el riesgo de incumplimiento por parte de AIG y la amenaza de quiebra se volvían más apremiantes.

El rescate de AIG contradice a la literatura del siglo XIX al brindar uno de los rescates más costosos para los contribuyentes a una institución insolvente³², sin embargo, la Fed justificó su intervención argumentando que la empresa tenía una gran cantidad de contratos y vínculos con instituciones financieras en todo el mundo, lo que podría materializarse en una crisis sistémica de gran magnitud (Reserva Federal de Nueva York, 2008, pp. 3). Lo anterior muestra como AIG era considerada

³² AIG se encontraba en grave peligro de declararse en quiebra debido a las constantes revisiones a la baja en su calificación crediticia, la pérdida de valor de sus activos, la incapacidad de conseguir préstamos en el mercado y la falta de capital propio para cubrir sus deudas.

una institución demasiado grande para quebrar y su colapso podría haber generado efectos en el sistema financiero global.

En la tercera fase de la respuesta de la Fed ante la CFG, que abarcó desde finales de 2008 hasta sobrepasar la crisis, la institución monetaria implementó medidas sin precedentes para paliar sus efectos. En este periodo, pese a los bajos niveles de la tasa de fondeo federal de referencia y la puesta en marcha de las medidas de provisión de liquidez descritas, la economía estadounidense aún enfrentaba serios desafíos. Uno de los principales retos radicaba en que, aunque los ajustes en la tasa de referencia lograron influir en las tasas de interés de corto plazo para situarlas en niveles cercanos a cero, las tasas de largo plazo, como las de las hipotecas, seguían siendo relativamente elevadas. Por otro lado, el hecho de que la tasa de referencia se encontrara en el límite inferior de cero, limitaba la eficacia del instrumento por excelencia de los bancos centrales modernos. Ante esta situación, la Fed introdujo un instrumento conocido como Flexibilización Cuantitativa (*Quantitative easing*, QE), que fue una piedra angular para superar las limitaciones que enfrentaba la política monetaria y mitigar los efectos negativos de la crisis. Considerando la relevancia que la medida de QE representó en el actuar de la Fed, se le dedica un espacio en la siguiente sección para analizar su impacto a detalle.

Banco de Inglaterra. En respuesta a la CFG, el BoE reaccionó con la implementación de un conjunto de medidas destinadas a desalentar la adopción de riesgos excesivos y evitar la posibilidad de que una crisis similar se repitiera en el futuro (Oganesyan, 2013, pp. 17). Si bien acudió a reducir su tasa de referencia y promovió el uso de OSLF para préstamos bilaterales overnight, la magnitud de la crisis y la desconfianza del público llevaron al BoE a emprender un conjunto de medidas adicionales para inyectar liquidez en el sistema financiero.

Después de más de un siglo sin presenciar la quiebra de una entidad bancaria, en septiembre de 2007, Northern Rock, uno de los bancos británicos más destacados, se convirtió en una presa de la CFG. Pese a que contaba con una exposición relativamente baja a activos tóxicos, su modelo de negocios había girado en torno a préstamos con altos niveles de apalancamiento. Así, con la interrupción del flujo

de crédito ante la CFG, la entidad se encontró repentinamente sin liquidez. A medida que inversionistas y clientes de *Northern Rock* empezaron a cuestionar el estado de solvencia de la institución y se documentaron largas filas en sus sucursales con personas deseosas de retirar sus ahorros, el BoE respondió mediante la implementación de la facilidad de Asistencia de Liquidez de Emergencia (*Emergency Liquidity Assistance, ELA*). El gobierno se vio obligado a garantizar los depósitos de los clientes y, a pesar de explorar otras opciones, la resolución finalmente tornó hacia la nacionalización de la entidad en febrero de 2008 (Song, 2009, pp. 101-113).

Después de llevar a cabo el rescate bancario de *Northern Rock* y observar la ineffectividad de la SLF, fue evidente que la situación demandaba una intervención por parte del BoE más decidida y diversificada para mesurar la inestabilidad presente en el sistema y mantener el flujo de crédito. Esta determinación dio paso a una serie de intervenciones para abordar la CFG, no solo a través de mayores recortes en la tasa de interés sino también bajo la creación de nuevas facilidades de liquidez (véase Anexo 4.3).

El BoE introdujo el Régimen Especial de Liquidez (*Special Liquidity Scheme, SLS*) como una medida temporal para abordar las urgentes necesidades de liquidez del sistema bancario del Reino Unido. A diferencia de la facilidad OSLF, bajo el SLS los bancos podían intercambiar durante todo el día activos de alta calidad que temporalmente eran ilíquidos por bonos del Tesoro líquidos, los cuales tenían alta liquidez y podían ser vendidos en los mercados privados para obtener efectivo (Nygaard, 2020, pp. 503-504). Al tratarse de permutas, esta facilidad no implicaba la emisión de préstamos de reservas del banco central. Dado que este apoyo temporal se otorgó a instituciones solventes a tasas poco atractivas y contra garantías seguras, el SLS cumplió con algunos de los criterios de Bagehot.

En octubre de 2008, en pleno apogeo de la CFG, fue necesario rescatar a dos bancos que eran consideradas instituciones demasiado grandes para quebrar: el *Royal Bank of Scotland* y el *Halifax Bank of Scotland*. A diferencia del enfoque utilizado en el caso de *Northern Rock*, la facilidad de ELA se implementó como una

provisión de liquidez basada en el intercambio de colateral por Letras del Tesoro, acompañadas de una comisión. Ello muestra como el BoE aprendió de la experiencia reciente y, ante el temor de generar una situación de riesgo moral, diseñó una intervención que no requería el uso de sus reservas (Oganesyan, 2013, pp. 19).

El BoE respondió a la intensificación de la CFG mediante la creación de nuevas facilidades de provisión de liquidez que, a diferencia de las facilidades mencionadas con anterioridad, estas tenían un carácter más permanente. La primera es la Ventanilla de Descuento (*Discount Window Facility, DWF*), una facilidad explícita que a diferencia de otras medidas proporciona liquidez a través del intercambio de colateral, en lugar de otorgar préstamos directamente del banco central. Una característica de la DW es que acepta préstamos no titulizados como garantía, a cambio de gilts, que son valores de deuda pública soberana emitida o garantizada por el Reino Unido y son considerados altamente solventes. Además, la comisión aplicada varía en función de la liquidez del colateral proporcionado, de manera que aquellos activos con menor grado de liquidez incurrirán en tasa más elevadas en comparación con los activos más líquidos. No obstante, la DWF enfrentó problemas similares que la OSLF de estigma y no se utilizó (Fulmer, 2022a, pp. 1075).

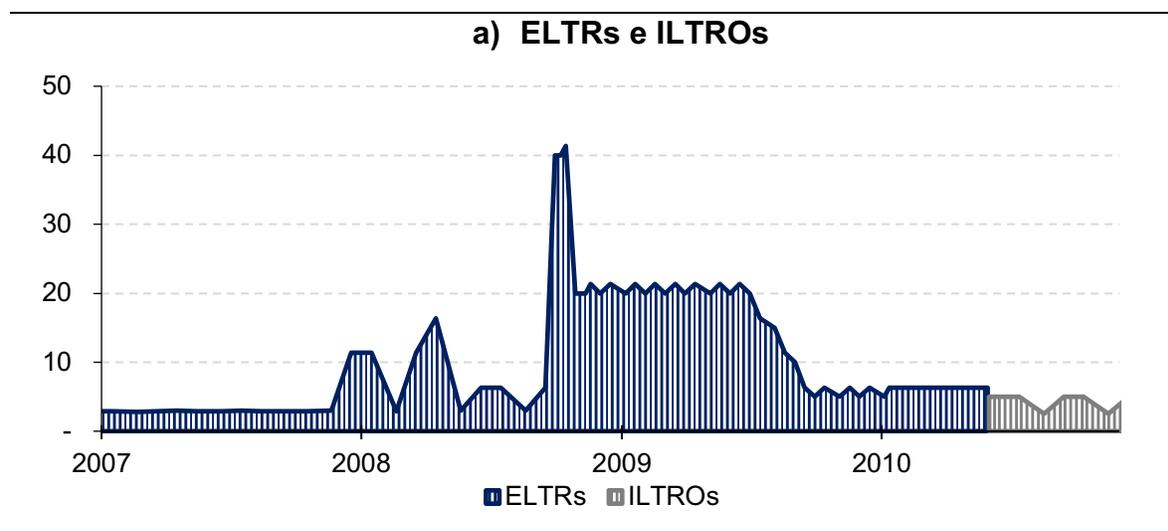
La segunda se trata del Servicio de Recompra a Plazo Ampliado de Garantía (*Extended Collateral Long-Term Repo Facility, ELTRs*), una facilidad que intercambiaba libras esterlinas por un conjunto de activos colaterales de niveles de liquidez inferiores a una madurez de tres meses. Aunque al igual que otras facilidades, el ELTRs acepta una amplia gama de garantías colaterales, esta facilidad puede ser activada a discreción del BOE y se diseñó específicamente para adoptarse en situaciones en las que el banco central detecta indicios de estrés de liquidez en el mercado financiero. De tal forma que, la flexibilidad de ser activada según las necesidades permite al BoE intervenir de manera proactiva cuando surjan situaciones críticas. En 2010, el BoE sustituyó la ELTRs con el programa de Operaciones Repo Indexadas de Largo Plazo (*Indexed Long-Term Repo Operations, ILTROs*) para institucionalizar la aceptación amplia de colateral como

una característica permanente. Este programa sigue un diseño más sofisticado en el cual las subastas de liquidez se realizan frente a niveles específicos de garantías que varían según la calidad de las mismas (Fulmer, 2022b, pp. 1127).

Cómo se muestra en la Gráfica 4.9, el BoE tiene disponible al público únicamente información relacionada a las facilidades de ELTRs y su posterior programa ILTROs. La primera alcanzó un máximo en octubre de 2008, en sintonía con el creciente estrés financiero a nivel internacional.

Gráfica 4.9 Facilidades de provisión de liquidez, BoE (2007-2010)

(Miles de millones de libras esterlinas)



Fuente: Elaboración propia con datos del BoE (2024).

Banco Central Europeo. Los países europeos no se libraron de experimentar los embates de la CFG. Los estragos en los mercados financieros se manifestaron en Europa desde el cierre de los fondos de inversión de BNP Paribas en agosto de 2007 (English y Mosser, 2018, pp. 2). De tal forma que, el ECB se encontró en la obligación de responder desde los primeros días de la crisis. Esta entidad, al igual que la Fed y el BoE, emprendió una serie de medidas con el objetivo de defender la estabilidad de la Euro Zona frente a los impactos de la CFG.

Además de recurrir a los recortes de tasas de interés, el ECB implementó medidas como la Facilidad Principal de Crédito, con la cual emitió liquidez sin límites y a una tasa fija. Estas acciones se llevaron a cabo con el fin de suministrar liquidez a los

bancos a distintos plazos, respaldando la continuidad de sus operaciones, empero, las instituciones financieras aprovechan la situación y deciden no dirigirlo al mercado interbancario. En particular, el ECB estableció un par de facilidades de provisión de liquidez, cada una dirigida a abordar desafíos específicos en la Zona del Euro (véase Anexo 4.4).

Como respuesta a la crisis y con el objetivo de aliviar las presiones de financiamiento que afectaban a la banca, el ECB generó modificaciones a la facilidad de Operaciones de Financiación a Más Largo Plazo (*Longer-Term Refinancing Operations, LTRO*). Esta medida proporcionó préstamos a largo plazo asequibles a los bancos comerciales de la Zona del Euro a tasas de interés favorables y se destacó por aceptar una gama más amplia de colateral respecto a las admitidas en condiciones normales, lo que flexibilizó las condiciones ya laxas de aceptación de colaterales. En particular, cambió los plazos de vencimiento, pasando de un mes a licitaciones con vencimiento a tres meses y, posteriormente, también a seis y doce meses. Aunque la literatura del siglo XIX sugiere aceptar colaterales de alta calidad o seguros, en esta ocasión el ECB optó por una estrategia más flexible a través del LTRO para brindar apoyo a aquellos bancos que no podían obtener financiamiento en el mercado (ECB, 2008).

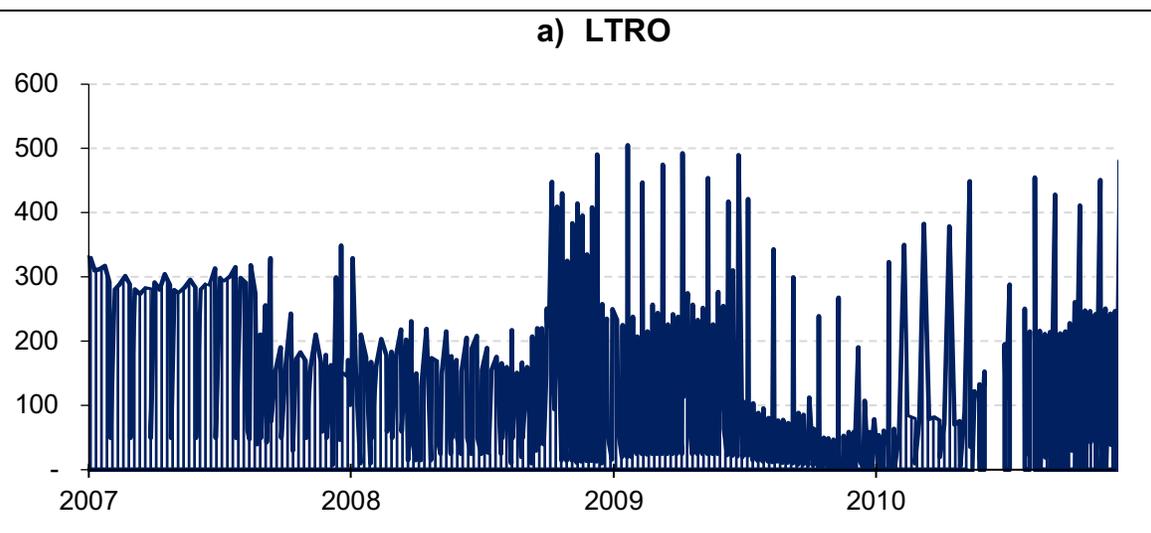
Además, el ECB identificó que ciertos países periféricos de la Zona del Euro enfrentaban graves problemas de deuda y financiamiento. En respuesta a esta problemática, el ECB implementó el Programa de Compra de Bonos Cubiertos (*Covered Bond Purchase Program, CBPP*), en 2009 y 2011. A través de esta estrategia, el ECB estimuló la demanda de estos bonos emitidos por bancos locales, lo que resultó en una reducción de los costos de financiamiento para las entidades de crédito locales y evitó una mayor propagación de la crisis en la región (ECB, 2009).

El ECB tiene disponible al público únicamente información relacionada con la facilidad de LTRO. Como muestra la gráfica 4.9, fue ampliamente utilizada durante la CFG conforme el ECB fue flexibilizando sus políticas de aceptación de colateral

y fechas de vencimientos. Su operación se popularizó sobre todo hacia finales de 2008 e inicios de 2009.

Gráfica 4.9 Facilidades de provisión de liquidez, ECB (2007-2010)

(Miles de millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos del ECB (2024).

Cabe mencionar que los problemas en el sistema financiero y las consecuentes dificultades económicas generadas por la CFG contribuyeron al deterioro de las finanzas públicas de algunos países de la Zona del Euro, lo que culminó en la Crisis de Deuda Soberana de 2010. Esto generó aún más presión sobre en el sistema financiero europeo, que requirió la intervención urgente por parte de las autoridades. Los eventos que ocurrieron después de la CFG quedan fuera del alcance de esta investigación.

3.2 Flexibilización cuantitativa

En la actualidad, los bancos centrales comúnmente emplean la tasa de interés de referencia como una herramienta clave para incidir en la economía. Al reducir esta tasa, se genera una disminución en los costos de los bancos, lo que posteriormente permite que otras tasas también caigan. Esto favorece el otorgamiento de préstamos, estimulando el consumo y la inversión, y, por ende, la actividad económica. No obstante, cuando la tasa de referencia alcanza el nivel de cero, los bancos centrales deben de buscar alternativas para estimular la actividad

económica y paliar los efectos adversos de la crisis. Ante esta situación los bancos centrales seleccionados implementaron el QE, una política monetaria en la que la autoridad monetaria realiza compras a gran escala de activos financieros, siendo los bonos del gobierno los más destacados, pero que también incluye deuda corporativa, valores respaldados por activos o hipotecas, etc.

Como muestra la Figura 4.2, la política de QE se refleja en cambios en la hoja de balance de los actores involucrados. La compra de activos genera un aumento de los activos del banco central y, simultáneamente, un incremento de sus pasivos ante la creación de reservas bancarias para pagar por dichos activos.

Figura 4.2 Cambios en la hoja de balance de instituciones bancarias e instituciones no bancarias ante la compra de activos del banco central

a) QE con instituciones bancarias

Institución bancaria		Banco central	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Bonos -100		Bonos + 100	Reservas + 100
Reservas +100			

b) QE con instituciones bancarias y no bancarias

Institución bancaria		Banco central		Institución no bancaria	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Reservas +100	Depósitos de vendedores +100	Bonos + 100	Reservas + 100	Bonos -100	
				Depósitos en el banco +100	

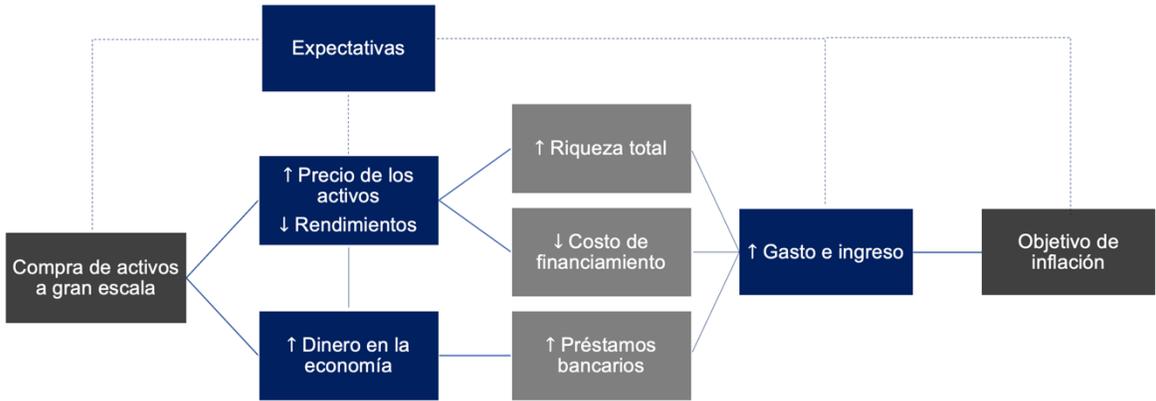
Fuente: Elaboración propia con datos de Lavoie y Fiebiger (2018, pp. 142).

Si la venta la realiza una institución bancaria (caso A), esta reportará la transacción como una disminución en sus activos, ya que se desprende de los activos. Sin embargo, recibirá a cambio efectivo del banco central o se puede añadir a las reservas de la institución en su cuenta en el banco central. Ello resulta en una recomposición de los activos de la institución bancaria, donde las reservas aumentan, pero los pasivos se mantienen sin cambios.

En contraste, si la venta la realiza una institución no bancaria (caso B), como compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, etc., esta reportará la transacción como una caída en sus activos. A cambio, recibe fondos que se colocan en una institución bancaria. Esto impacta la hoja de balance de la institución bancaria al aumentar sus activos en forma de reservas y, al mismo tiempo, incrementar sus pasivos al mantener los depósitos de la institución no bancaria. A diferencia del caso anterior, ello resulta en una recomposición de los activos para la institución no bancaria, pero en un aumento de activos y pasivos para la institución bancaria, que en un sistema bancario de reserva fraccionaria permite la emisión de nuevos préstamos y, con ello, aumentar la cantidad de dinero en la economía (Lavoie y Fiebiger, 2018, pp. 142).

Como menciona Fawley (2013, pp. 73), el propósito subyacente de esta medida es aumentar la oferta de dinero en el sistema e incidir sobre las tasas de interés de largo plazo, sin embargo, pronto sus objetivos se ampliaron para abarcar la consecución de un nivel específico de inflación y estimular la actividad económica. Los mecanismos de transmisión mediante los cuales las compras de activos financieros afectan a la economía se pueden ilustrar en la Figura 4.3 (BoE, 2022).

Figura 4.3 Mecanismo de transmisión de la flexibilización cuantitativa



Fuente: Elaboración propia con datos de BoE (2022).

Pese a los considerables recortes en la tasa de interés de referencia al inicio de la CFG, la actividad económica a nivel internacional continuaba contrayéndose, la tasa de desempleo no cesaba de aumentar y las condiciones de liquidez empeoraban (Reserva Federal de Filadelfia, 2016). En medio de estas preocupaciones, las autoridades monetarias optaron por esta política novedosa.

Partiendo de la experiencia en Estados Unidos, tras recortar la tasa de fondos federales de 5.25% en septiembre de 2007 a prácticamente cero a finales de 2008, la Fed optó por emprender una nueva ruta. El 25 de noviembre de 2008, anunció su intención de comprar bonos de empresas patrocinadas por el gobierno y MBS. Este compromiso se intensificó el 18 de marzo de 2009, cuando se anunciaron compras adicionales no solo de estos activos, sino también de valores del Tesoro a largo plazo. La implementación de QE se llevó a cabo a través del Programa de Compra de Valores a Largo Plazo (*Longer-term Securities Purchase Program*, LSPP). Esta facilidad comprendía de tres programas: el Programa de Compra de Valores del Tesoro de Largo Plazo, el Programa de Compra de Obligaciones de Deuda de Empresas Patrocinadas por el Gobierno y el Programa de Compra de Valores Respaldados por Hipotecas.

Nótese en la Gráfica 4.11 como la hoja de balance de la Fed parte de aproximadamente 900 miles de millones de dólares en 2007 y a partir de mediados de 2008 presenta un crecimiento considerable en su tamaño, superando más del doble derivado de las facilidades de liquidez comentadas en la sección anterior. No es sino hasta noviembre de este año que se observa una recomposición de los activos de la Fed, explicado por la implementación del programa LSPP, que principalmente se centró en la adquisición de MBS, seguido de la compra de valores del Tesoro de largo plazo y, en menor medida, de obligaciones de deuda de empresas patrocinadas por el gobierno.

En Inglaterra sucedió una dinámica similar en cuanto a la reducción de la tasa de referencia del BoE. Partiendo de 5.5% a inicios de 2008, la tasa se contrajo hasta llegar a 0.50% en marzo de 2009. Dada las consecuencias en la actividad económica, el 19 de enero de 2009 se autorizó el establecimiento de la Facilidad de

Compra de Activos (*Asset Purchase Facility*, APF) para la provisión de liquidez al sistema financiero inglés. Si bien en un inicio esta facilidad se utilizó para la compra de papel comercial y de papel comercial respaldado, a partir del 05 de marzo el BoE anunció su programa de QE explícito a través de APF, que tenía en miras la compra de *gilts* de mediano y largo plazo.

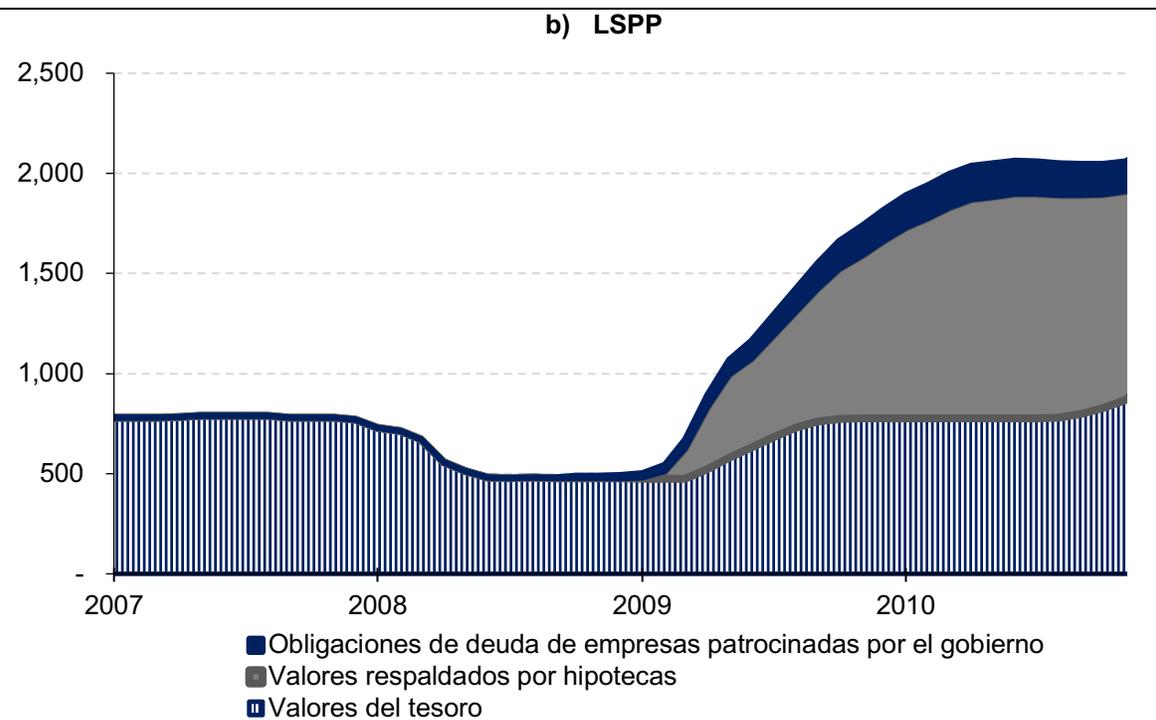
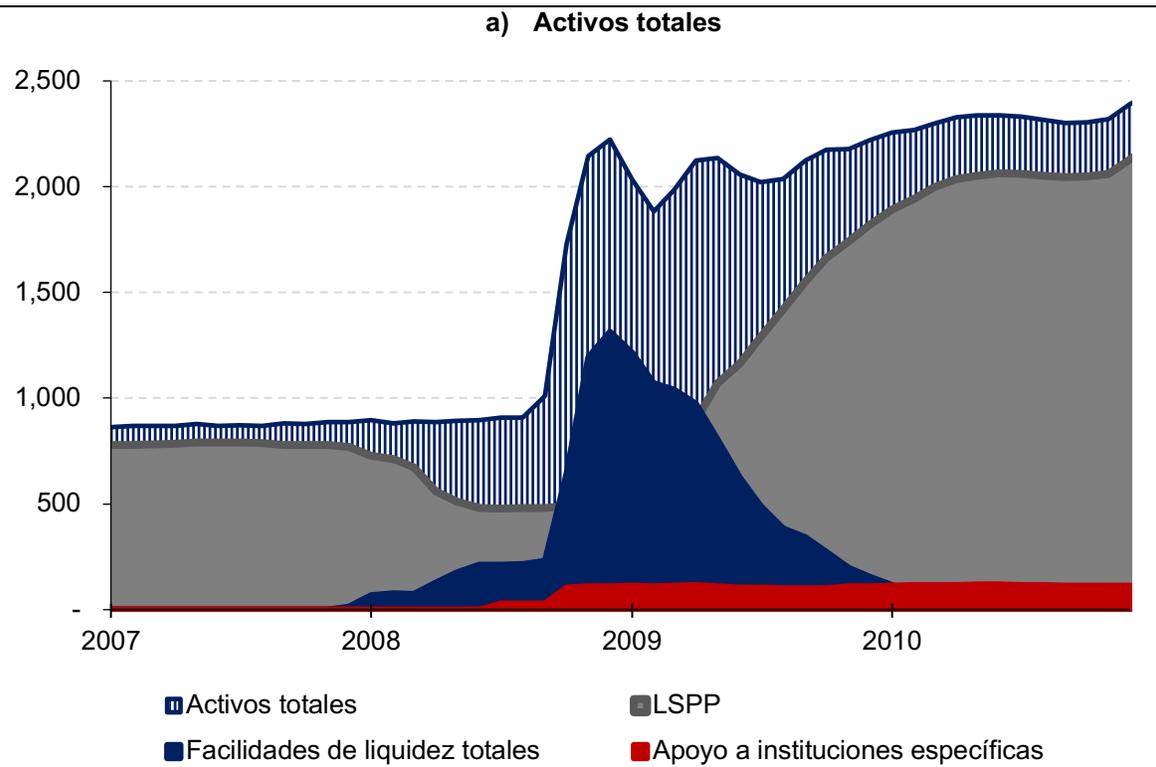
Como se muestra en la Gráfica 4.12, la hoja de balance del BoE mantuvo un nivel cercano a los 100 mil millones de libras esterlinas a lo largo de 2007 y gran parte de 2008. Sin embargo, tras la quiebra de Lehman Brothers, la hoja experimentó un aumento drástico, alcanzando aproximadamente tres veces su tamaño original. A partir del anuncio del programa de QE, se observa una recomposición para darle mayor participación a la compra de deuda del gobierno. La corona autorizó incrementos adicionales en mayo, agosto y noviembre de 2009, lo que continuó expandiendo su tamaño. Posteriormente, se estabiliza en un nivel de alrededor de 250 mil millones de libras esterlinas a lo largo de 2010.

En el caso del ECB, la tasa de interés de las Operaciones Principales de Refinanciamiento, la Facilidad de Préstamo Marginal y la Facilidad de Depósito disminuyeron drásticamente de niveles de 5.25%, 4,25% y 3.25% respectivamente en octubre de 2008 a 1.75%, 1% y 0.25% en mayo de 2009. En respuesta a las persistentes consecuencias de la CFG, el ECB puso en marcha las facilidades LTRO y CBPP descritas con anterioridad para la compra de activos, con una marcada preferencia hacia los bonos cubiertos. La Gráfica 4.13 muestra como hacia el segundo semestre de 2008, el ECB comienza a aumentar el nivel de los activos totales. No es hasta inicios de 2009 que alcanza su máximo local en un nivel de 2,000 mil millones de euros aproximadamente.³³

³³ Pese a este aumento, la entonces presidenta del ECB, Jean-Claude Trichet, mencionó que no se trató de un programa de QE (Fawley, 2013, pp. 69).

Gráfica 4.11 Composición de activos, Fed (2007-2010)

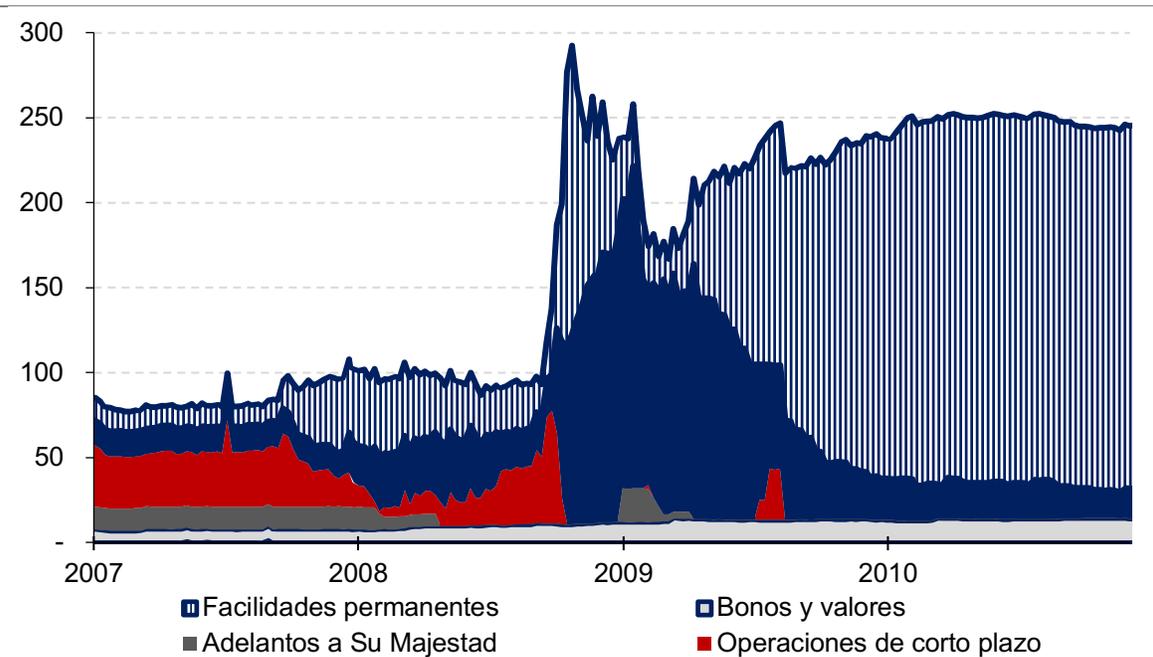
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de FRED.

Gráfica 4.12 Composición de activos, BoE (2007-2010)

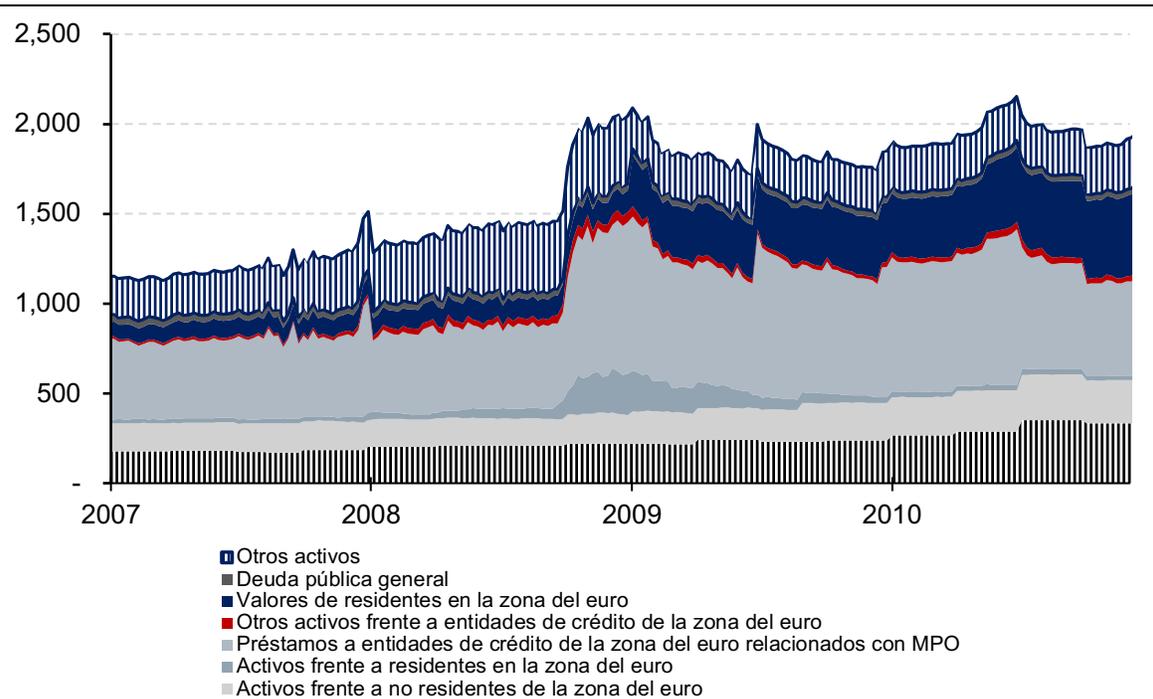
(Miles de millones de libras esterlinas)



Fuente: Elaboración propia con datos del BoE.

Gráfica 4.13 Composición de activos, ECB (2007-2010)

(Miles de millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos de ECB.

3.3 Creador de mercados de última instancia

La función de LOLR, en términos de la literatura del siglo XIX, se enfocaba en proporcionar liquidez principalmente a los bancos comerciales en situaciones de emergencia. Al atravesarse un pánico bancario o una restricción crediticia, esta función se activaba al regresar a los bancos su capacidad para obtener fondos, permitiéndoles continuar con sus operaciones. No obstante, en un entorno financiero globalmente integrado, la sociedad no solamente acude a los bancos para obtener créditos, financiamiento o almacenar ahorros. De hecho, actualmente, más de la mitad de los activos financieros se encuentran fuera del sistema bancario (Hauser, 2021). Si bien esta tendencia no es nueva, sí impone nuevos desafíos para la estabilidad financiera.

El papel de los bancos centrales como proveedores de liquidez en momentos de crisis ha evolucionado, pasando de proteger la liquidez de financiamiento de los bancos a también respaldar la liquidez de ciertos mercados financieros, cuando estos no operan de forma ordenada y amenazan la estabilidad financiera. El funcionamiento ordenado de un mercado se refiere a cuando un activo, servicio o valor financiero puede ser comprado o vendido con facilidad, sin ocasionar fluctuaciones abruptas en su precio y sin presentar volatilidad. Esto presupone la existencia de un número suficiente de compradores y vendedores dispuestos a llevar a cabo transacciones mutuas de manera estable y eficiente (Ortega, 2022). En situaciones donde choques adversos trastocan la economía, generando incertidumbre y riesgo en ciertos activos, la capacidad de realizar transacciones y la formación de precios en los mercados se ven obstaculizadas lo que da lugar a ajustes desordenados.

Los problemas de financiamiento de un banco pueden verse amplificados al enfrentarse a un mercado ilíquido, y viceversa. Por ejemplo, si un banco se enfrenta con restricciones inesperadas para pedir prestado, este podría recurrir a la venta de activos como una alternativa para obtener financiamiento. Empero, la falta de compradores dispuestos a adquirir esos activos a precios justos dificulta la generación de liquidez, incrementando así los problemas del banco. Por otro lado,

un banco que intenta vender activos ilíquidos puede abordar la consecuente escasez financiera aumentando su nivel de endeudamiento y/o reduciendo su concesión de préstamos. En ambos casos, la interacción entre los problemas de liquidez de financiamiento y de mercado contribuye a la intensificación del otro, generando un círculo vicioso de dificultades financieras (Buitter, 2023).

Para superar los fallos en la coordinación entre los participantes del mercado y la amplificación de los problemas de liquidez de mercado y de financiamiento, se requiere la intervención de una autoridad económica para que actúe como una contraparte confiable, reestablezca el funcionamiento normal del mercado y promueva la estabilidad financiera³⁴ (Nakaso, 2013, pp. 8). Es decir, hoy en día, además de fungir como LOLR, los bancos centrales han tenido que incorporar la función de creador de mercados de última instancia (market maker of last resort, MMLR) para cumplir con el objetivo de política económica cabalmente.

En agosto de 2007, a inicios de la CFG, Anne Sibert y Willem Buitter identificaron un aumento de la demanda de dinero por motivos de precaución, la reducción de confianza y una falta de apetito por riesgo de los inversionistas. Con estos indicios, intentaron convencer a los hacedores de política monetaria de la necesidad de evaluar la situación con unos anteojos de mayor aumento. Criticaron las acciones iniciales de algunos bancos centrales, entre ellos la Fed y el ECB, calificándolas como “*no particularmente útiles*” y citándolas como un “*clásico ejemplo de intentar manejar una crisis crediticia con instrumentos de política monetaria en mercados que operan ordenadamente*” (Buitter & Silbert, 2007). Pasó más de un año antes de que las instituciones anunciaran intervenciones para aliviar las presiones de liquidez de mercado.

Partiendo por en el caso de Estados Unidos, como se mencionó en la segunda etapa del periodo de estudio de la CFG (Oganesyan, 2013, pp. 7), se presentaron

³⁴ Andrew Hauser (2021, pp. 3), director ejecutivo del BoE, argumenta que “*Las autoridades públicas no pueden permitirse ignorar tal disfunción si alcanza una magnitud que amenaza la estabilidad financiera.*”

tensiones en los mercados de papel comercial y de papel comercial respaldado por activos (*Asset-backed commercial paper*, ABCP). Los compradores habituales de estos mercados, como inversionistas, fondos mutuos del mercado monetario y bancos, mostraron reluctancia para adquirir estos activos ante la incertidumbre económica y la preferencia por activos más seguros. Por otro lado, los vendedores de papel comercial, que eran empresas en busca de financiamiento a corto plazo, y los vendedores de ABCP, cuyos emisores típicamente son SPV, se encontraron con restricciones de crédito en un periodo crítico.

En respuesta a esta situación, la Fed anunció el 19 de septiembre la creación de la facilidad AMLF, el 07 de octubre de 2008 la facilidad CPFF y el 21 de octubre la facilidad MMIFF bajo la Sección 13(3) de la Ley de la Reserva Federal. En cuanto a la primera, la Fed proporcionó préstamos no recurribles a diversas instituciones financieras dentro y fuera de Estados Unidos a partir del 22 de septiembre. Estas instituciones se comprometían a utilizar los fondos para comprar ABCP elegible a los fondos mutuos del mercado monetario. De acuerdo con el documento oficial de la facilidad esta tenía el objetivo de *“ayudar a los fondos mutuos que tenían dicho papel a satisfacer las demandas de redención por parte de los inversores y fomentar la liquidez en el mercado de ABCP y, en general, en los mercados monetarios”* (Fed, 2020a). Un punto importante es que los préstamos del AMLF estaban completamente respaldados por el ABCP comprado por el prestatario del AMLF, por lo que en caso de incumplimiento la Fed tendría un derecho sobre el ABCP adquirido como forma de recuperar la deuda. Esta facilidad concluyó el 01 de febrero de 2010.

A través del CPFF, la Fed otorgó préstamos a tres meses a una compañía de responsabilidad limitada con el fin de que utilizara los fondos para comprar papel comercial directamente de emisores elegibles a partir del 27 de octubre del mismo año. De acuerdo con el documento oficial de la facilidad *“Al ofrecer liquidez al mercado de papel comercial, el CPFF incentivó a los inversionistas a reanudar sus préstamos en el mercado”* (Fed, 2020a). En estas transacciones, los activos elegibles debían contar con una alta calificación, denominarse en dólares

estadounidenses, ser no garantizados y respaldados por activos, con un vencimiento de tres meses. Para gestionar los riesgos, la Fed exigió una tarifa en el momento de cada compra, recaudando cerca de \$849 millones. La compañía fue disuelta el 30 de agosto de 2010.

La última facilidad se trata del MMIFF, creada como un complemento del AMLF. De acuerdo con la Fed (2016) esta fue introducido para

“...proporcionar liquidez a los fondos mutuos del mercado monetario de Estados Unidos con el fin de aumentar su capacidad para cumplir con solicitudes de redención y mejorar la disposición de los inversores del mercado monetario para invertir en instrumentos del mercado monetario, especialmente aquellos con plazos superiores a un día.”

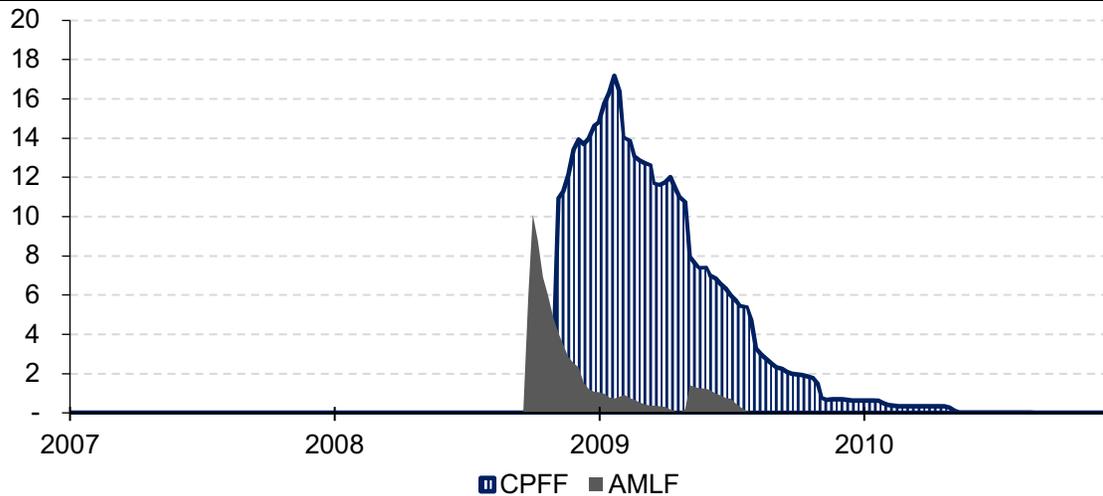
A diferencia del otro par, el MMIFF no fue utilizado y, finalmente, cerró el 30 de octubre de 2009.

En los Estados Unidos, el uso de las facilidades AMLF y CPFF fue alto inmediatamente a partir de su creación. Como se representa en la Gráfica 4.8, en cuestión de pocos meses, ambos alcanzaron su punto máximo. A lo largo de 2009, la composición se inclinó hacia la compra de ABCP, siendo el mercado que más tardó en recuperarse. El uso de ambas facilidades fue disminuyendo conforme los mercados retornaron a una dinámica más ordenada. Nótese que el diferencial entre la tasa de interés del papel comercial de alta calidad y los bonos del Tesoro aumentó bruscamente a medida que el funcionamiento del mercado de papel comercial se deterioraba y la CFG se intensificaba. El anuncio y la posterior operación de las facilidades moderaron gradualmente dicho diferencial, hasta finalmente regresar a niveles normales (Reserva Federal de Mineápolis, 2010).

La intervención de la Fed como MMLR, al mesurar las salidas de activos de los fondos del mercado monetario, restaurar la liquidez en el mercado de papel comercial y reducir los diferenciales de crédito, dotó de estabilidad a los respectivos mercados (Reserva Federal de Mineápolis, 2010).

Gráfica 4.14 Facilidades para apoyar el mercado de papel comercial, Fed (2007-2010)

(% de total de activos)



Fuente: Elaboración propia con datos de Junta de Gobierno de la Reserva Federal (2021).

En el caso de Inglaterra, se presentaron tensiones en el mercado de bonos corporativos y de papel comercial respaldado (*Secured commercial paper*, SCP). En respuesta a esta situación, el BoE anunció el 19 de enero de 2009 la creación de la facilidad de Papel Comercial (*Commercial Paper Facility*, CPF), el 19 de marzo el Esquema de Mercado Secundario de Bonos Corporativos (*Corporate Bond Secondary Market Scheme*, CPSMS) y el 30 de julio la facilidad de Papel Comercial Respaldado (*Secured Commercial Paper Facility*, SCPF) bajo la aprobación del Canciller del Exchequer.

En cuanto a la primera, a partir del 13 de febrero de 2009 el BoE comenzó con las compras de papel comercial tanto en el mercado primario como en el secundario. Los activos elegibles debían mantener una calificación crediticia de grado de inversión, denominarse en libras esterlinas y contar con un vencimiento de hasta tres meses. Si bien inicialmente las compras se financiaron con la emisión de letras del Tesoro, a partir de marzo se realizaron mediante reservas del Banco Central (BoE, 2009a). Posteriormente, el BoE pronunció que la facilidad de CPF permanecería "*mientras perduraran las condiciones altamente anómalas en los mercados de crédito corporativo que estaban afectando la financiación de la*

actividad económica real", reflejando su papel como MMLR (BoE, 2009b). Finalmente, esta cerró el 15 de noviembre de 2011.

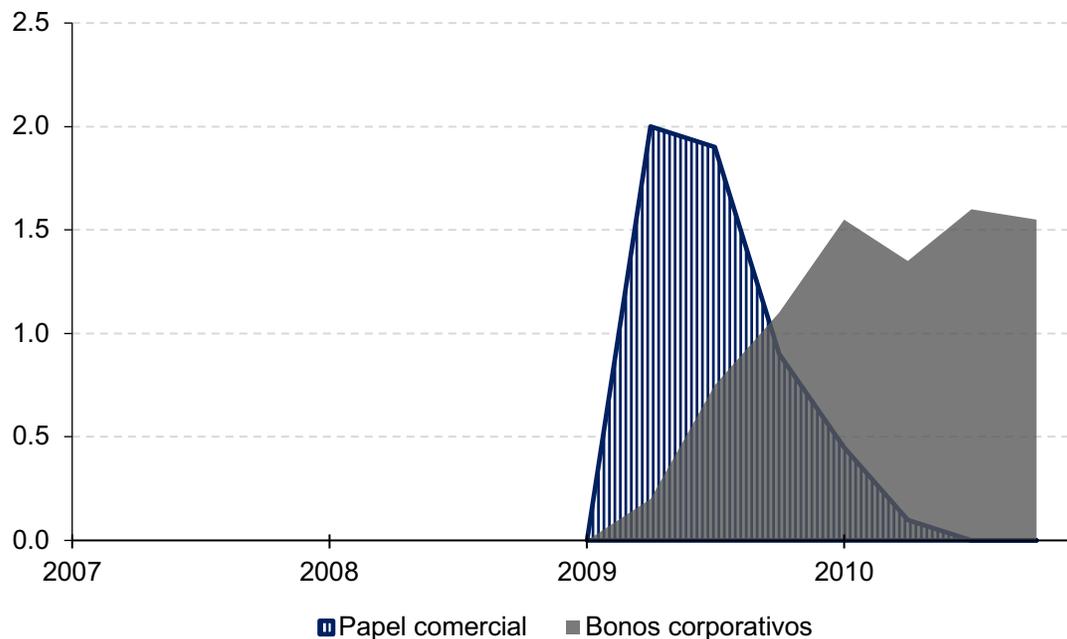
El esquema de CPSMS se puso en marcha el 25 de marzo en respuesta al aumento de la aversión al riesgo de los participantes en el mercado secundario de bonos corporativos. Bajo este esquema, el BoE intervino regularmente para comprar bonos de alta calificación crediticia y denominados en libras esterlinas, actuando como MMLR. En particular, se buscaba *"ofrecer una garantía para comprar cantidades moderadas de una amplia gama de bonos corporativos [...], con el objetivo de mejorar la liquidez en el mercado secundario, inicialmente facilitando la creación de mercado por parte de bancos e intermediarios"* (BoE, 2009c). En enero de 2010, se amplió el alcance de este esquema para permitir que el BoE participara también como vendedor de bonos corporativos, manteniéndose esta función hasta 2013. Aunque el esquema siguió abierto desde entonces, no se utilizó más, y finalmente se cerró en agosto de 2016.

A partir del 03 de agosto de 2009, a través de la facilidad de SCPF, el BoE se ofreció a comprar SCP de programas elegibles tanto en el mercado primario como en el secundario. Si bien cuenta con un formato operativo similar a la facilidad de CPF, la diferencia se encuentra en que las únicas compras autorizadas podían ser programas con activos subyacentes que otorgaban crédito a prestatarios que realizaban una contribución significativa a la actividad económica en el Reino Unido. Dado las condiciones específicas en su diseño, solo un programa fue considerado elegible. El SCPF fue oficialmente cerrado el 4 de agosto de 2016 (BoE, 2009d).

En Reino Unido, el uso de las facilidades CPF, CPSMS y SCPF contribuyó a apoyar a los mercados de papel comercial y de bonos corporativos. Como se representa en la Gráfica 4.15, la adquisición de papel comercial se realizó de forma abrupta a inicios de 2009, disminuyendo gradualmente a partir de la mitad de ese año. En contraste, las compras de bonos corporativos aumentaron a lo largo del año, alcanzando su punto máximo a mediados de 2010, para luego reducirse conforme los mercados retornaron a una dinámica más ordenada.

Gráfica 4.15 Compras de papel comercial y bonos corporativos, BoE (2007-2010)

(Miles de millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos del BoE (2009d-e).

La intervención del BoE como MMLR se consideró exitosa, ya que hacia finales de 2009 algunos emisores de papel comercial y bonos corporativos encontraron más rentable emitir directamente a inversores en lugar de utilizar la CPF. Ello mostró que los participantes en ambos mercados recuperaron la confianza y la capacidad para llevar a cabo transacciones sin la necesidad de la intervención del BoE, estableciendo precios en conjunto (BoE, 2009e).

3.4 Prestamista de última instancia global

Cuando las instituciones financieras conducen actividades mayoritariamente en su moneda local, los bancos centrales pueden resolver problemas de liquidez a través de su función de LOLR. Empero, ante el proceso de globalización de los sistemas financieros, la participación de actividades en moneda foránea ha aumentado, lo que plantea un desafío adicional para los bancos centrales en términos de provisión de liquidez. En consecuencia, las limitaciones operativas pueden provocar

dificultades y contratiempos para que las entidades financieras obtengan la liquidez en moneda foránea que necesitan (Nakaso, 2013, pp. 2).

Durante la CFG, la liquidez en dólares estadounidenses se convirtió en una creciente preocupación para las autoridades monetarias e instituciones financieras de diferentes países, especialmente en Europa, debido a la expansión de sus actividades de intermediación en esta moneda. En respuesta a estas dificultades, la Fed reconoció que, aunque el programa de TAF proporcionaría financiamiento en dólares a los bancos domésticos, era necesario intervenir con un alcance global para aliviar las presiones de financiamiento en dólares en otros países (Fleming et al., 2010, pp. 2-4), es decir, que debía intervenir como prestamista de última instancia global (GLOLR).³⁵

Como respuesta adicional, la Fed anunció en diciembre de 2007 la instauración de acuerdos de intercambio de divisas bilaterales y temporales, con la finalidad de proveer de financiamiento en dólares directamente a otros bancos centrales, quienes a su vez distribuirían estos fondos a las instituciones financieras en sus jurisdicciones respectivas.

El propósito de los acuerdos de intercambio era:

Las líneas de intercambio están diseñadas para mejorar las condiciones de liquidez en los mercados de financiamiento en dólares, tanto en los Estados Unidos como en el extranjero, al proporcionar a los bancos centrales extranjeros la capacidad de suministrar financiamiento en dólares estadounidenses a instituciones dentro de sus jurisdicciones durante periodos de tensión en el mercado (Fed, 2023).

³⁵ Se utiliza el concepto de GLOLR para distinguir la provisión temporal de moneda extranjera para superar problemas de liquidez, del término de prestamista de última instancia “internacional” atribuido al trabajo de Stanley Fisher (1999), que hace referencia a una institución supranacional que brinda apoyo a países en situación de crisis.

El funcionamiento de estos acuerdos de intercambio de divisas implicaba dos transacciones. En un inicio, al hacer uso de la línea, el banco central extranjero vendía una cantidad puntual de su moneda a la Fed a cambio de dólares al tipo de cambio de mercado vigente. Simultáneamente, la Fed y el banco central extranjero firmaban acordaban la recompra de la moneda extranjera en una fecha futura al mismo tipo de cambio de la primera transacción, lo que eliminaba los riesgos asociados a fluctuaciones cambiarias. El banco central extranjero prestaba los dólares a las instituciones de su jurisdicción, determinando la elegibilidad de las instituciones y la aceptabilidad de sus garantías. Al mismo tiempo, asumía los riesgos crediticios de los préstamos que emitía, comprometiéndose con la devolución de los dólares conforme al acuerdo firmado con la Fed. Al llegar la fecha acordada, el banco central extranjero pagaba a la Fed los dólares intercambiados más un monto de interés equivalente a lo que ganó en sus operaciones de préstamo en dólares. En contraste, la Fed no pagaba intereses sobre la moneda extranjera adquirida en la transacción, pero se comprometía a mantenerla en lugar de prestarla.

Como se muestra en el Cuadro 4.2, los acuerdos de intercambio de divisas recíprocos se establecieron inicialmente con un conjunto selecto de bancos centrales a través de la Línea de Intercambio de Liquidez en Dólares (*Dollar Liquidity Swap Lines, DLSL*). A la apertura de esta facilidad, solo el ECB y el Banco Nacional Suizo tenían la oportunidad de participar en estos intercambios. En septiembre, se extendió esta posibilidad en dos ocasiones a otros siete bancos centrales seleccionados. Por último, a finales de octubre, se añadieron cinco bancos centrales más a la lista.

Cuadro 4.2. Acuerdos de intercambio de divisas, Fed

Apertura de acuerdo (DLSL)	Banco Central
12 de diciembre de 2007	Banco Central Europeo Banco Nacional Suizo
18 de septiembre de 2008	Banco de Japón

	Banco de Inglaterra
	Banco de Canadá
24 de septiembre de 2008	Banco de la Reserva de Australia Banco de Suecia Banco de Noruega
28 de octubre de 2008	Banco Nacional de Dinamarca Banco de la Reserva de Nueva Zelanda
29 de octubre de 2008	Banco Central de Brasil Banco de México Banco de Corea Autoridad Monetaria de Singapur

Fuente: Elaboración propia con datos de BIS (2009, pp. 18).

Cabe mencionar que el límite permitido en los acuerdos de intercambio de divisas variaba para cada banco central, como lo muestra la Gráfica 4.16. Los primeros cuatro bancos centrales de la lista anterior establecieron *swap lines* con la Fed sin límites. En contraste, los demás bancos centrales con autorización acordaron montos de 15 o 30 mil millones de dólares.

Gráfica 4.16 Monto acordado de intercambio de divisas recíproco

(Miles de millones de dólares)

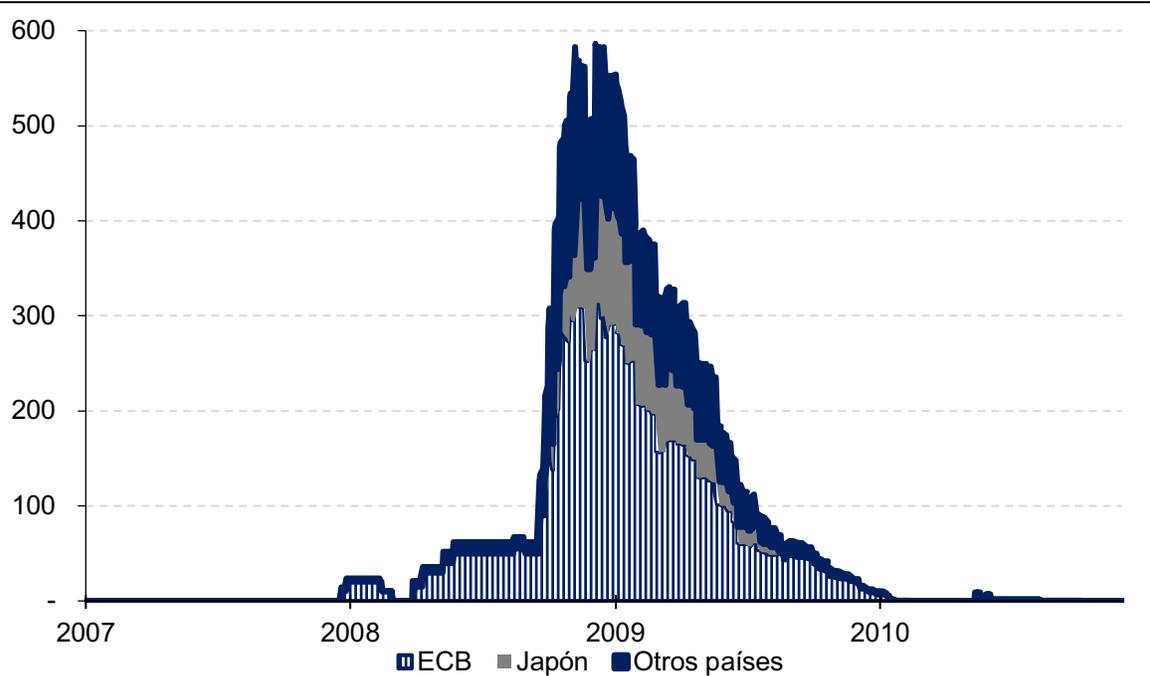


Fuente: Elaboración propia con datos del BIS (2009, pp. 18).

En la Gráfica 4.17 se observa la evolución de este mecanismo. Resalta el ECB y el Banco de Japón como los principales beneficiarios de este acuerdo, aunque es relevante señalar que no todos los bancos centrales hicieron uso de esta opción.

Gráfica 4.17 Acuerdos de intercambio de divisas recíprocos (2007-2010)

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de FRED (2024).

Además de los problemas de liquidez en dólares estadounidenses, la escasez de euros también fue motivo de preocupación. Dado que el euro ocupa el segundo lugar en importancia en el sistema financiero internacional, el ECB también consideró necesario desempeñarse como GLOLR durante la CFG. Aunque la intención detrás del ECB era proporcionar euros a otros bancos centrales, la ejecución de esta función difirió de la estrategia adoptada por la Fed.

El ECB llevó a cabo intercambio de divisa doméstica por foráneas con otros bancos centrales a través de líneas de intercambio de liquidez en euros y a través de acuerdos de recompra (*Repo agreements*). Esta última medida implica la venta de valores de un banco central a otro de forma temporal con el compromiso de recomprarlos en una fecha y a un precio previamente establecidos. Ello facilita que

el oferente de valores obtenga liquidez, mientras que el demandante obtiene un rendimiento de corto plazo.

A finales de 2008, como se muestra en el Cuadro 4.3, el ECB estableció acuerdos de intercambio de divisas con un conjunto más limitado de bancos centrales en comparación con la experiencia de la Fed. Los acuerdos de recompra se realizaron el 16 de octubre con el Banco Nacional de Hungría y el 21 de noviembre con el Banco Nacional de Polonia. Además, se estableció una línea de intercambio de divisas con el Banco Nacional de Dinamarca el 27 de octubre. Nótese que los bancos centrales con los que el ECB realiza los acuerdos de intercambio de divisas, se tratan de países miembros de la Unión Europea pero que utilizan otra moneda diferente del euro.

Cuadro 4.3. Acuerdos de intercambio de divisas, ECB

Apertura de acuerdo	Banco Central	Tipo de intercambio de divisa
16 de octubre de 2008	Banco Nacional de Hungría	Acuerdo de recompra
27 de octubre de 2008	Banco Nacional de Dinamarca	Acuerdo de intercambio
21 de noviembre de 2008	Banco Nacional de Polonia	Acuerdo de recompra

Fuente: Elaboración propia con datos de FMI (2023).

Los bancos centrales extranjeros podrían haber intervenido con la provisión de dólares/extranjeras en sus respectivas jurisdicciones, a través del uso de sus propias reservas de divisas extranjeras o del mercado abierto, sin embargo, ello implicaba ciertos problemas. Las reservas de algunos bancos centrales eran inferiores que las cantidades que posteriormente intercambiaron con la Fed o el ECB, de tal forma que no hubiera sido suficiente. Además, la acción de vender sus propias monedas para adquirir divisa foránea en el mercado abierto podría haber creado condiciones menos favorables para que los bancos comerciales privados obtuvieran financiamiento por sí mismos. Este par de condiciones posicionó a la Fed

y al ECB como proveedores de liquidez de otros bancos centrales extranjeros, convirtiéndolos en GLOLR.

4. El prestamista de última instancia moderno

En la revisión realizada en las secciones 2 y 3, se analizaron las medidas adoptadas por los bancos centrales seleccionados en el contexto de la CFG. En esta sección, se hace una recapitulación de estas medidas, destacando tanto similitudes como diferencias entre las respuestas de la Fed, el BoE y el ECB. Este ejercicio permite identificar características que reflejen la transición de la función de LOLR hacia una versión moderna, diseñada para atender las necesidades cambiantes de los mercados financieros y mitigar las consecuencias adversas de la CFG.

En el cuadro 4.4 se realiza un esfuerzo por identificar las medidas de LOLR implementadas para contrarrestar las dificultades de liquidez generadas por la CFG. Se procede a discernir entre aquellas medidas que corresponden a las recomendaciones de la literatura del siglo XIX, comprendida desde los escritos de Francis Baring (1797) hasta los de Walter Bagehot (1873). Posteriormente, se detallan las medidas que corresponden a un LOLR moderno, considerando tanto las medidas convencionales como aquellas más novedosas adaptadas a las circunstancias y requerimientos de la crisis actual.

Cuadro 4.4. Comparación de las medidas adoptadas por la Fed, el BoE y el ECB ante la CFG

Función	Medidas	Bancos Centrales		
		Fed	BoE	ECB
LOLR literatura del siglo XIX	• Prestar libremente	Sí	Sí	Sí
	• Prestar a tasas superiores al mercado	No	Sí	Sí
	• Solo aceptar colateral seguro/ de alta calidad, sin imponer criterios más estrictos	No	No	No
	• Prestar a entidades con problemas de liquidez, pero solventes	Sí	Sí	Sí
	• Flexibilidad y discrecionalidad en la emisión monetaria, en lugar de reglas rígidas	Sí	Sí	Sí
LOLR Moderno	Medidas convencionales			
	• Disminuir tasa de interés de referencia	Sí	Sí	Sí

• Prestar libremente al mercado (Ventanilla de descuento)	Sí	Sí	Sí
• Aceptar una gama amplia de colateral	Sí	Sí	Sí
Medidas novedosas			
• Creación de facilidades de liquidez	Sí	Sí	Sí
• Brindar liquidez a entidades con problemas de liquidez y solvencia (instituciones demasiado grandes para quebrar)	Sí	Sí	No
• Flexibilización cuantitativa	Sí	Sí	No
• Intermediario en mercados desordenados (MMLR)	Sí	Sí	No
• Provisión de liquidez en dólares/euros a otros bancos centrales*	Sí	No	Sí

Fuente: Elaboración propia.

*Nota: Solo aplica para bancos centrales que emiten una moneda altamente transable a nivel internacional.

Como se muestra en el Cuadro 4.4, los bancos centrales recuperaron algunas medidas previstas por la literatura del siglo XIX. En particular, prestaron libremente a entidades bancarias y, posteriormente, a instituciones financieras no bancarias. Tanto el BoE como el ECB definieron el costo de sus facilidades considerando una prima adicional sobre la tasa de interés de referencia, por lo que se alinearon con la visión de una tasa superior. La Fed, en cambio, al reducir la tasa de referencia al rango de 0-0.25%, ajustó sus facilidades en consonancia con dicha tasa y no emprendió una política de penalización. En cuanto al colateral, Moe (2012, pp. 21) sostiene que las tres instituciones optaron por flexibilizar sus términos, reconociendo que una política rigurosa solo contribuiría en amplificar el estrangulamiento del crédito, un efecto contrario al deseado en un contexto de crisis financiera. Estas facilidades se centraron en proveer de liquidez a aquellos agentes que enfrentaban problemas de esa índole, con el fin de evitar que estos se transformaran en problemas de solvencia. Aunque algunas facilidades contaban con límites en la emisión de liquidez, estos fueron ajustándose conforme la situación se intensificaba.

Los bancos centrales desviaron su función de LOLR de las recomendaciones de la literatura del siglo XIX y, en un primer momento, intervinieron con medidas convencionales de LOLR, es decir, con la reducción de la tasa de interés objetivo y

el uso de facilidades de liquidez permanentes con políticas de aceptación de colateral más flexible.

Al evaluar la primera medida, los tres bancos centrales seleccionados aplicaron esta medida de recortes, empero, es interesante notar que el inicio y la rapidez fue distinta entre ellos. La Fed fue la primera en implementar esta medida, dado que la crisis se gestó en los Estados Unidos y sus efectos se sintieron primero en ese país. En contraste, el BoE y el ECB se enfrentaban con presiones inflacionarias, lo que los llevó a considerar factores adicionales para su decisión de disminuir la tasa. Sin embargo, la quiebra de Lehman Brothers marcó un punto de inflexión, llevando a los tres bancos centrales a reducir sus tasas.

En cuanto al uso de facilidades de liquidez permanentes, los tres bancos centrales pusieron a disposición del público fondos para hacer frente a sus compromisos financieros de corto plazo. No obstante, tanto la Fed como el BoE se encontraron con un uso limitado e incluso nulo de la ventanilla de descuento y la OSLF. Esto se debió principalmente a la posible percepción del mercado de que los bancos que recurrían a estas medidas podrían estar enfrentando problemas financieros o incluso un estado de insolvencia. En cambio, el ECB, a través de la MLF, logró proveer de liquidez de manera efectiva, ya que esta opción suele considerarse como una opción de financiamiento viable sin el estigma asociado por parte de las entidades.

La política de aceptación de colateral fue flexible, pero en diferentes dimensiones. En una perspectiva comparada, la política del BoE se mostró más estricta que la de los otros bancos centrales al limitarse a aceptar únicamente *gilts* en un inicio de la crisis. Por otro lado, la política de la Fed y el EC podrían caracterizarse como flexible, dado que aceptaron una gama más amplia de colaterales en comparación con otras crisis. Vale la pena destacar que, previo a la crisis, el ECB ya contaba con una política de aceptación de colateral flexible y, en respuesta a la situación, decidió aumentar aún más esa flexibilidad, por lo que además puede añadirse la etiqueta de acomodaticia.

Después de presenciar los límites de las medidas convencionales de LOLR, la función de los bancos centrales seleccionados adoptó un enfoque novedoso en términos de diversidad de medidas, velocidad de respuesta y amplitud del respaldo ofrecido. Las demandas de liquidez del mercado, así como la dimensión y las repercusiones de la CFG obligaron a las instituciones monetarias a intervenir en la economía mediante el uso de instrumentos que ya estaban en su repertorio, pero también a innovar con medidas novedosas. Entre ellas se encuentran la creación de facilidades de liquidez adicionales, el apoyo a entidades con problemas de liquidez y solvencia, incluyendo a entidades TBTF, la compra masiva de activos, la restauración operativa de mercados desordenados y la provisión de divisas con el fin de prevenir la materialización de una crisis sistémica.

La creación de facilidades de crédito fue una medida implementada por los bancos centrales para inyectar liquidez al sistema, además de restaurar la estabilidad y la confianza en los mercados financieros durante la CFG. La Fed fue quien lideró la implementación de múltiples facilidades, contando con una respuesta más efectiva en términos de cantidad y profundidad, gracias a su estrecha colaboración y respaldo financiero del Tesoro. El BoE puso en marcha un conjunto de facilidades que alcanzaron su nivel máximo después de la quiebra de Lehman Brothers, y cuyo diseño operacional fue una innovación al acomodar las subastas de liquidez en función de la calidad del colateral disponible. Por otro lado, el ECB respondió con un conjunto limitado de facilidades para enfrentarse a la CFG, centradas principalmente en el suministro de liquidez a plazos extendidos y en programas para estabilizar los mercados de bonos garantizados; empero, el grueso de las nuevas facilidades se implementó con la llegada de la Crisis de la Deuda Soberana.

La provisión de liquidez también se extendió a instituciones que, además de luchar contra desafíos de liquidez, se encontraban al borde de la quiebra debido a problemas de solvencia. En Estados Unidos, se ofrecieron préstamos ad hoc a AIG. En el caso de Inglaterra, se utilizó inicialmente la misma estrategia con Northern Rock, sin embargo, posteriormente, se optó por el intercambio de colateral por Letras del Tesoro al tratarse de *Royal Bank of Scotland* y *Halifax Bank of Scotland*.

Estos casos evidenciaron una realidad innegable: los bancos centrales se vieron obligados a rescatar a las instituciones demasiado grandes para quebrar, pese a que estas mismas habían incurrido en comportamientos riesgosos, todo ello en miras de evitar un colapso financiero.

Las dimensiones de la CFG se reflejaron en las respuestas novedosas de los bancos centrales. La política de QE surgió como el eje central en este escenario, aunque, dada su naturaleza no convencional, no estuvo exenta de controversias entre la comunidad académica, los formuladores de políticas y la opinión pública en general. A finales de 2008, la Fed anunció su primer programa de compras a gran escala, coincidiendo con el límite inferior de cero de su tasa de fondeo federal. Del mismo modo, el BoE implementó su programa de QE cuando su tasa estaba cercana a cero, pero hasta marzo de 2009, un trimestre después que la Fed. En contraste, aunque el ECB adquirió activos, no implementó oficialmente un programa de QE durante este periodo.

La compra de activos en gran escala varió en términos de la selección de activos y el volumen de las compras, en consonancia con la estructura de sus respectivos sistemas financieros nacionales respectivos. Tanto la Fed como el BoE llevaron a cabo compras de bonos del gobierno. El primero amplió su cartera incluyendo bonos de empresas respaldadas por el gobierno y valores respaldados por hipotecas, mientras que el segundo incorporó papel comercial y bonos garantizados por activos. Al comparar el nivel de activos de los tres bancos centrales de enero 2007 a diciembre de 2010, se observa que la Fed aumentó de 850 mil millones de dólares aproximadamente a más de 2,000 mil millones, un aumento de 177%. El BoE, con una hoja de balance inicial de cerca de 80 mil millones de libras, la elevó hasta promediar 250 mil millones, un aumento de 204%. Aunque el BCE no implementó QE como la Fed y el BoE, su hoja de balance partió de 1,150 mil millones de euros y termina este periodo en aproximadamente 2,000 mil millones, lo que representa un aumento de 70%. Este último nivel se mantuvo relativamente estable hasta mediados de 2011.

Conforme se atravesaba la crisis, el rol de LOLR trascendió la visión convencional de respaldar exclusivamente a instituciones bancarias para abordar problemas de liquidez en mercados específicos, adoptando la función de MMLR. Al percatarse de la reluctancia de algunos participantes del mercado para realizar transacciones de compra o venta, tanto la Fed como el BoE se ofrecieron para superar estas tensiones. En Estados Unidos, los mercados afectados incluyeron el de papel comercial y ACBP, mientras que en Inglaterra se centraron en el mercado de bonos corporativos y papel comercial respaldado. Con excepción de la ampliación del esquema de CPSMS del BoE, que le permitió actuar como oferente de bonos corporativos, en el resto de las intervenciones, los bancos centrales actuaron como demandantes, participando en ocasiones tanto en el mercado primario como en el secundario.

Por último, la escasez de liquidez en las dos monedas más negociadas en los mercados de divisas internacionales requirió la participación de los respectivos bancos centrales oferentes como GLOLR. La Fed estableció acuerdos de intercambio de divisas con catorce bancos centrales entre diciembre de 2007 y octubre de 2008 para proveerlos de dólares a cambio de la moneda foránea. Por otro lado, el ECB solo estableció un acuerdo de intercambio, empero, facilitó euros mediante acuerdos de recompra con dos bancos centrales. Esta característica del LOLR moderno es exclusiva de aquellas instituciones monetarias que emiten monedas altamente transables y cuya demanda aumenta por motivos precautorios en momentos de crisis.

5. Anexos

Cuadro A. 4.1. Facilidades de provisión de liquidez, Fed (diciembre 2007-septiembre 2008)

Facilidades	Objetivo	Operación
Facilidad de Subasta a Plazo (TAF)	<ul style="list-style-type: none"> • Superar el estigma del uso de la ventanilla de descuento • Aliviar presiones en los principales mercados de colateral 	<ul style="list-style-type: none"> • Subastar liquidez a bancos comerciales
Facilidad de Crédito para Concesionarios Principales (PDCF)	<ul style="list-style-type: none"> • Aliviar las tensiones en el mercado de recompra (repo) 	<ul style="list-style-type: none"> • Préstamo a corto plazo de reservas
Facilidad de Préstamo de Valores a Plazo (TSLF)	<ul style="list-style-type: none"> • Facilitar el acceso a la liquidez en los mercados de financiamiento 	<ul style="list-style-type: none"> • Tomar prestados bonos del Tesoro líquidos a cambio de un cargo, utilizando como colateral activos menos líquidos
Programa de Opciones de TSLF (TOP)	<ul style="list-style-type: none"> • Facilitar el acceso a la liquidez en los mercados de financiamiento 	<ul style="list-style-type: none"> • Subastar opciones que otorgaban el derecho de recurrir a un préstamo TSLF a cambio de colateral elegible
Crédito Ad Hoc	<ul style="list-style-type: none"> • Prevenir el incumplimiento de Bear Stearns 	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito puente • Comprar activos en dificultades a través del Vehículo de Propósito Especial del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Maiden Lane LLC.

Fuente: Recuperado de Oganesyán (2013) y Fed (2012).

Cuadro A. 4.2. Facilidades de provisión de liquidez, Fed (septiembre-noviembre 2008)

Facilidades	Objetivo	Operación
Facilidad de Liquidez para Fondos Mutuos del Mercado Monetario respaldados por Papel Comercial (AMLF)	<ul style="list-style-type: none"> • Fomentar la liquidez en el mercado de papel comercial respaldado por activos y en los mercados de dinero. • Servir como respaldo de liquidez para los fondos mutuos de mercado monetario. 	<ul style="list-style-type: none"> • Financiar la compra de papel comercial respaldado por activos emitido por fondos mutuos de mercado monetario por parte de compradores elegibles.

	<ul style="list-style-type: none"> Prevenir que los fondos mutuos de mercado monetario vendan activos para cumplir con las solicitudes de reembolso y detener la deflación de los precios de activos. Promover la inversión de los fondos mutuos de mercado monetario en instrumentos de mercado monetario. 	
Facilidad de Financiamiento de Papel Comercial (CPFF)	<ul style="list-style-type: none"> Iniciado porque los fondos mutuos de mercado monetario se mostraban reacios a comprar papel comercial. 	Compra directa de papel comercial respaldado por activos de nueva emisión a través de CPFF LLC
Facilidad de Financiamiento para Inversores del Mercado Monetario (MMIFF)	<ul style="list-style-type: none"> Fomentar la inversión en instrumentos de mercado monetario. Proporcionar liquidez a los fondos mutuos de mercado monetario. 	La Reserva Federal de Nueva York proporciona financiamiento para la compra de instrumentos del mercado monetario por parte de vehículos de propósito especial (SPV) a inversores elegibles.
Facilidad de Préstamo de Valores respaldados por Activos (TALF)	<ul style="list-style-type: none"> Apoyar los mercados y precios de valores respaldados por activos. Facilitar la emisión de valores respaldados por activos garantizados por préstamos a consumidores y empresas. 	Préstamos no recursivos a 5 años para titulares de valores respaldados por activos contra valores con calificación AAA.
Crédito <i>Ad Hoc</i>	<ul style="list-style-type: none"> Prevenir el colapso de AIG y del sistema financiero en su conjunto. 	Financiar a AIG.

Fuente: Recuperado de Oganessian (2013) y Fed (2012).

Cuadro A. 4.3. Facilidades de provisión de liquidez, BoE

Facilidades	Objetivo	Dirigido a:	Operación
Asistencia de liquidez de emergencia (ELA)	<ul style="list-style-type: none"> Responder a la corrida bancaria Prevención de quiebra 	<i>Northern Rock</i> <i>Halifax Bank of Scotland</i> <i>Royal Bank of Scotland</i>	Crédito <i>ad hoc</i> a <i>Northern Rock</i> Colateral a cambio de Letras del Tesoro pagando una comisión
Régimen Especial de Liquidez (SLS)	<ul style="list-style-type: none"> Facilitar el acceso a la liquidez en los mercados de financiación 	Bancos comerciales y sociedades de construcción	Cambio de activos ilíquidos por letras del Tesoro del Reino Unido de alta liquidez

Ventana de descuento (DW)	• Respaldo de liquidez durante choques de liquidez a corto plazo	Bancos comerciales y sociedades de construcción	Garantía a cambio de bonos del Estado
Operaciones Repo Indexadas de Largo Plazo (ILTROs)	• Responder a las tensiones de liquidez del mercado monetario	Sector bancario	Subasta de importe fijo de garantías estrechas y amplias del Banco Central
Servicio de recompra a plazo ampliado de garantía (ECTRF)	• Responder a tensiones de liquidez y problemas de contingencia en todo el mercado	Mercado en su conjunto	Subasta de reservas del Banco Central contra una amplia gama de garantías

Fuente: Recuperado de BoE (2015), John et al. (2012) y Oganessian (2013).

Cuadro A. 4.4. Facilidades de provisión de liquidez, ECB

Facilidades	Objetivo	Dirigido a:	Operación
Operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO)	• Aliviar las presiones de financiación bancaria	Sistema bancario de la zona del euro	<ul style="list-style-type: none"> • Procedimiento de subasta a tipo fijo con adjudicación plena. • Vencimiento a 1 y 3 años.
Programas de compra de bonos cubiertos (CBPP)	• Mejorar las condiciones de financiamiento y provisión de crédito	Entidades de crédito y empresas, principalmente de los países de la periferia de la zona del euro.	<ul style="list-style-type: none"> • Compras de bonos garantizados en los mercados primario y secundario. • El ECB mantiene los bonos comprados hasta su vencimiento.

Fuente: Recuperado de Eijffinger, S. (2012), John et al. (2012) y Oganessian (2013).

Conclusiones

A lo largo de este proyecto de investigación, se analizó la función de prestamista de última instancia en momentos cruciales, destacando su perenne relevancia en el complejo sistema financiero. El propósito de este trabajo fue estudiar la responsabilidad pública de los bancos centrales como prestamista de última instancia desde un enfoque histórico-institucional, con el objetivo de explorar su evolución como proveedores de liquidez en momentos de crisis, partiendo desde su temprana aparición en la obra de Francis Baring en 1797 hasta la decidida intervención de los principales bancos centrales a nivel internacional durante la Crisis Financiera Global.

El estudio ofrece una crónica de la evolución y transformación gradual de la función de prestamista de última instancia, que supera la visión reduccionista de la regla de Bagehot de *prestar libremente a una tasa de penalización contra buen colateral*, mediante una aproximación más detallada de la concepción de la literatura del siglo XIX de prestamista de última instancia y la conceptualización de prestamista de última instancia moderno como respuesta a los desafíos contemporáneos.

Este trabajo se suma a la literatura existente (Freixas, 1999; Dobler, 2016; Tucker, 2011, 2014) al argumentar que este proceso fue, en parte, resultado de un aprendizaje gradual basado en la acumulación de experiencias durante crisis económicas que permitieron a los bancos centrales intervenir en momentos críticos con medidas acordes a las necesidades de liquidez del sistema. No obstante, también se tomaron en cuenta los cambios en el marco regulatorio que delimitan las presiones ejercidas por el sistema financiero sobre el actuar de las autoridades monetarias. Por ende, este proyecto se diferencia de otros análisis históricos de prestamista de última instancia (Humphrey, 1975, 1984, 1989) al considerar no solo las características idiosincráticas de las crisis económicas y el contexto histórico en el que se desarrollaron, sino también las estructuras institucionales y el marco regulatorio, que en conjunto han moldeado su desarrollo.

En los cuatro capítulos presentados, se abordaron aspectos específicos que han contribuido en un entendimiento más profundo de la función de prestamista de última instancia. A continuación, se ofrece una recapitulación de cada uno, describiendo cómo aportan al logro de los objetivos específicos establecidos inicialmente en la tesis.

En el **primer capítulo**, se exploró la relación entre la función de prestamista de última instancia, los orígenes históricos de los bancos centrales y el interés en la estabilidad financiera. Se demostró que el punto de convergencia entre estos elementos radica en las primeras discusiones sobre las responsabilidades públicas de los bancos emisores. El análisis de las perspectivas historiográficas presentadas por Sayers (1976) y Capie (1994), que examinan la transformación de los bancos emisores en bancos centrales, reveló que la responsabilidad pública de garantizar la estabilidad del sistema bancario a través de la función de prestamista de última instancia es un factor común que impulsa dicha transición a finales del siglo XIX.

En la actualidad, los bancos centrales contribuyen a la estabilidad financiera mediante medidas macro y microprudenciales que disminuyen la necesidad de intervenciones para proporcionar liquidez al sistema financiero. Además, se han implementado medidas estructurales para imponer límites en el tamaño de las instituciones bancarias y promover la competencia en el sistema. No obstante, en caso de detonarse un impacto adverso en la economía, la función de prestamista de última instancia es ampliamente reconocida y aceptada como una medida de gestión de crisis para mitigar sus efectos y lograr los objetivos de la política monetaria.

La ausencia de un marco regulatorio fuerte ha generado episodios de inestabilidad financiera que culminan en crisis financieras con consecuencias sobre la actividad económica. Lo anterior ha impulsado a las instituciones de banca central a responder a través del desarrollo y/o adopción de la función de prestamista de última instancia. La promoción de la regulación financiera, en tanto al diseño de acción de las autoridades y organización de los actores del sistema financiero, contribuye en

la disminución de eventos de crisis y, a su vez, minimiza la intervención de los bancos centrales como prestamistas.

En el **segundo capítulo**, se trazó la evolución del pensamiento en la literatura económica del siglo XIX sobre la intervención de una autoridad monetaria en el sistema bancario durante episodios de crisis. Este capítulo se destaca por superar el uso llano que algunos académicos y representantes de bancos centrales le han dado a la función de prestamista de última instancia como una asociación única a la regla de Bagehot, para definirla como el resultado de extensas discusiones a lo largo del siglo XIX que analizaron la intervención y el desempeño del Banco de Inglaterra ante momentos críticos.

El primer rastro de esta noción se encontró en la publicación de Baring en 1797, donde se describió al Banco de Inglaterra como el *dernier resort* frente a las corridas bancarias y la creciente incertidumbre generada por el conflicto entre Inglaterra y Francia. A partir de entonces, se desencadenaron debates elaborados sobre el papel futuro del Banco de Inglaterra en episodios de pánico financiero.

El trabajo pionero de Thornton (1802) argumentó que el Banco de Inglaterra tenía características que lo distinguían de otros bancos comerciales, como su posición central en el sistema bancario, capacidad monopólica para emitir billetes y un amplio acervo de reservas. Lo anterior lo posicionaban como la institución ideal para asumir la responsabilidad pública de prestamista de última instancia. Pese a ello, al establecerse como un banco privado, se encontró en ocasiones ante la disyuntiva de centrarse en las obligaciones con sus clientes y priorizar sus intereses, o responder ante las demandas de la sociedad para preservar la estabilidad financiera.

En el contexto del debate entre la *Banking* y la *Currency School*, si bien los hacedores de política favorecieron los principios de la segunda escuela, las graves repercusiones de las corridas bancarias de 1847, 1857 y 1866 proporcionaron abundante material para críticas. La aplicación de reglas estrictas para controlar la emisión monetaria, como se expresó en el *Peel Act* de 1844, limitó la capacidad del

Banco de Inglaterra para intervenir y estabilizar el sistema bancario, lo que llevó a abogar por una mayor discrecionalidad que permitiera al Banco de Inglaterra proveer de liquidez en momentos críticos, es decir, actuar como prestamista de última instancia.

Como reflejo de las ideas que maduraron de estas discusiones, Bagehot publicó en 1873 una obra clásica en los estudios monetarios. Más allá de la regla de prestar libremente, el autor presentó argumentos alineados con el *laissez-faire* para persuadir al público sobre la necesidad de la intervención del Banco de Inglaterra en la economía durante momentos de crisis. Sugirió que dicho respaldo debería estar sujeto a tasas por encima de las del mercado, después de evaluar la salud financiera del banco comercial en el mercado, diseñado para reducir la incertidumbre sin necesidad de cambios en la legislación británica, con anuncios anticipados que den certidumbre del su respaldo y reservado para situaciones excepcionales de crisis. Gracias a los esfuerzos intelectuales mencionados, con énfasis en la contribución de Bagehot, el Banco de Inglaterra adoptó con convicción su rol como prestamista de última instancia, logrando más de un siglo sin corridas bancarias en el país.

En retrospectiva, se identificó que los trabajos de la literaria del siglo XIX dejaron múltiples interrogantes sin resolver en sus obras, debido a lo prematuro del debate y del sistema financiero. Estas incluyen la definición de qué se entiende por “buena garantía”, cómo distinguir entre agentes solventes e ilíquidos, cómo abordar entidades demasiado grandes para quebrar, cómo desincentivar el riesgo moral, así como las medidas prudenciales que podrían aliviar las presiones sobre el Banco de Inglaterra, entre otros aspectos. Después de casi dos siglos, estas cuestiones siguen siendo motivo de debate y constante trabajo por parte de las autoridades.

En el **tercer capítulo**, se examinó la experiencia de la Reserva Federal durante la Gran Depresión, resaltando que el reconocimiento de los desafíos que limitaron la capacidad de respuesta de la institución y los ajustes estructurales subsiguientes en la regulación financiera contribuyeron al desarrollo y fortalecimiento de la función de prestamista de última instancia.

El establecimiento de la Reserva Federal en 1913 fue un esfuerzo nacional deliberado a nivel nacional para abordar las deficiencias del sistema financiero y fortalecer su estabilidad. A pesar de concebirse como una propuesta para superar la dependencia de soluciones temporales, como el financiamiento privado en momentos de crisis, la legislación de 1913 impuso limitaciones a la capacidad de la Reserva Federal como prestamista de última instancia, cuyas consecuencias no fueron evidentes hasta la Gran Depresión.

Se argumentó que, además de la falta de experiencia debido al breve lapso desde su creación, se presentaron deficiencias en la organización institucional que afectaron su desempeño. Por un lado, la restricción en la provisión de liquidez de emergencia a un grupo reducido de bancos comerciales miembros de la Reserva Federal, combinada con políticas estrictas sobre los activos aceptados como garantía, resultó en un acceso limitado al respaldo de prestamista de última instancia. Por otro lado, la ausencia de lineamientos en la legislación sobre el rol de la Reserva Federal, o de los doce distritos, como prestamista de última instancia frente a crisis futuras, complicó aún más la intervención. Durante la Gran Depresión, cada Banco de la Reserva tomó medidas de manera independiente, dando lugar a acciones divergentes como ajustes diferenciados de la tasa de descuento en términos de tiempo de reacción y magnitud, así como medidas de provisión de liquidez a iniciativa de cada distrito. Se resaltó especialmente la Reserva Federal de Nueva York por su rápida y enérgica disposición en términos de adaptación a las circunstancias.

En respuesta al deterioro de las condiciones económicas y la amenaza inminente de un colapso financiero, se implementó el New Deal de la Banca. Estos cambios regulatorios, que incluyeron la separación de la banca comercial y de inversión, así como la introducción del seguro de depósitos mediante la Ley Bancaria de 1933 o Ley Glass-Steagall, redujeron los riesgos excesivos y los retiros masivos de depósitos, disminuyendo así la constante necesidad de un prestamista de última instancia. La centralización de la toma de decisiones de la Reserva Federal, de acuerdo con la Ley de la Reserva Federal de 1935, abordó problemas previos de

coordinación y estableció directrices operativas más claras, fortaleciendo la capacidad de respuesta ante posibles crisis futuras.

En el **cuarto capítulo**, se propuso una definición de prestamista de última instancia que refleja los desafíos contemporáneos, mediante un análisis comparativo de las medidas implementadas por la por la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo durante la Crisis Financiera Global. El prestamista de última instancia moderno no solo implica proporcionar liquidez a través de medidas convencionales, como la reducción de la tasa de interés de referencia y préstamos de emergencia con políticas flexibles de colateral, sino que también abarca la creación de facilidades de liquidez adicionales, el respaldo a entidades con problemas de liquidez y solvencia, la implementación de programas de compra de activos a gran escala, la reactivación de mercados específicos desordenados y, en casos selectos, incluso el intercambio de divisas altamente transables.

El análisis comenzó reconociendo que la combinación de un relajamiento en el marco regulatorio del sistema financiero, que propició la conformación de la banca universal y la proliferación de complejos instrumentos financieros, junto con una mayor interconexión global entre instituciones financieras, creó un entorno propicio para la acumulación de riesgos sistémicos, en ocasiones subestimados, que culminaron en el estallido de la Crisis Financiera Global.

Ante las severas y crecientes consecuencias de la crisis sobre la actividad económica y la estabilidad financiera a nivel mundial, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo aprendieron de experiencias pasadas, reconociendo la importancia de actuar con rapidez y de manera oportuna frente al desenvolvimiento de los problemas. No obstante, pronto comprendieron que estas medidas convencionales no serían suficientes para mitigar sus impactos. Se superaron las medidas convencionales de política monetaria y se implementó un abanico de facilidades de provisión de liquidez no convencionales para abordar problemas específicos de liquidez en cada sistema financiero doméstico. Esto incluyó operaciones diversas como subastas, préstamos, créditos puentes, compra de activos, vehículos especiales, etc.

Se destacaron las facilidades de crédito *ad hoc* que brindaron liquidez a instituciones consideradas demasiado grandes para quebrar, como la aseguradora *American International Group* en Estados Unidos, así como los bancos *Northern Rock*, *Royal Bank of Scotland* y *Halifax Bank of Scotland* en el Reino Unido. Estas intervenciones se llevaron a cabo en respuesta a problemas de liquidez y solvencia derivados de malas prácticas y toma de riesgos excesiva.

Se hizo mención especial a tres destacadas intervenciones de última instancia. En primer lugar, se encuentra la implementación de los programas de flexibilización cuantitativa como una respuesta a la pérdida de efectividad de las tasas de interés para impulsar la actividad. La compra a gran escala de activos, especialmente bonos gubernamentales y valores respaldados por hipotecas, expandió la hoja de balance de los bancos centrales generando, como consecuencia, una inyección de liquidez en el sistema financiero y una contracción de las tasas de largo plazo. En el caso de la Reserva Federal, los activos aumentaron 177% de enero 2007 a diciembre de 2010, mientras que los otros dos bancos centrales aumentaron en 204% y 70% en el mismo periodo. La segunda intervención se trata del papel de creador de mercados de última instancia diseñada para reactivar mercados específicos que se encontraban desordenados, en los cuales tanto los oferentes como los demandantes mostraban renuencia a participar, generando distorsiones en los precios. Lo anterior fue implementado por la Reserva Federal en los mercados de papel comercial y de papel comercial respaldado por activos, y por el Banco de Inglaterra en los mercados de bonos corporativos y de papel comercial respaldado. La última medida se refiere a los acuerdos de intercambio de divisas entre bancos centrales. Ante la alta demanda de dólares y euros, monedas altamente transables en los mercados internacionales, los respectivos bancos centrales emisores llevaron a cabo acuerdos de intercambio y de recompra para abordar las necesidades de liquidez en estas divisas.

Las experiencias retratadas en cada capítulo mantienen una conversación entre sí, donde los aprendizajes, límites y alcances de uno influyen sobre las acciones y decisiones retratadas en otros capítulos. Por ejemplo, (a) el primer capítulo explora

los orígenes históricos de los bancos centrales y su relación con la función de prestamista de última instancia, los cuales se ejemplifican en casos específicos, como el Banco de Inglaterra en el segundo capítulo y la Reserva Federal en el tercer capítulo. (b) El segundo capítulo resalta la importancia de una autoridad monetaria para garantizar la estabilidad del sistema financiero. Esta necesidad se retoma en el tercer capítulo al abordar las discusiones en torno a la creación de la Reserva Federal como una respuesta a las deficiencias del sistema financiero y la necesidad de fortalecer su estabilidad. (d) En el tercer capítulo, se resalta la importancia de la adaptabilidad y la coordinación entre los Bancos de la Reserva ante la Gran Depresión, un aprendizaje que influyó las acciones contundentes de la Reserva Federal durante la Crisis Financiera Global. (d) El cuarto capítulo retoma las recomendaciones de la literatura del siglo XIX, empero, se observa que algunas de estas resultaron insuficientes para abordar la complejidad de la crisis.

La exploración de la evolución histórica de la función de prestamista de última instancia, junto con la identificación de cambios y continuidades en las medidas de provisión de liquidez a partir de experiencias pasadas, permite plantear un conjunto de implicaciones prácticas, útiles para fortalecer la capacidad de los formuladores de políticas en el ámbito monetario y normativo:

- a) Clara disposición para intervenir en momentos de crisis: El caso del Banco de Inglaterra en las crisis de 1847, 1857 y 1866 y de la Reserva Federal durante la Gran Depresión proporcionan una lección valiosa sobre las consecuencias sobre la actividad económica y la estabilidad financiera ante respuestas dubitativas y tardías por parte de las autoridades monetarias. La falta de una institución dispuesta a proveer liquidez puede aumentar la volatilidad, desconfianza y pánico en los mercados financieros, empeorando la situación inicial.
- b) Riesgo moral: La expectativa de recibir apoyo del banco central puede fomentar comportamientos más arriesgados, en contraste con la actitud que se tomaría ante la posibilidad de asumir todas las consecuencias de una quiebra. Es relevante equilibrar la disponibilidad de asistencia con

mecanismos complementarios que desincentiven comportamientos imprudentes en el sistema financiero.

- c) Instituciones demasiado grandes para quebrar: Tras casi 40 años de que se utilizó la política para justificar el rescate de Continental Illinois, hoy continúa siendo un problema no resuelto de la supervisión bancaria. La Crisis Financiera Global dejó en claro que, debido a los posibles impactos sistémicos, resulta casi imposible negar el apoyo a este tipo de instituciones. No obstante, resulta urgente una reforma regulatoria para que los grandes conglomerados financieros internalicen los riesgos y costos asociados con sus actividades, en lugar de depender en gran medida de la red de seguridad financiera y de la función de prestamista de última instancia. Ello debe acompañarse de condiciones más justas y equitativas entre los bancos más pequeños y tradicionales, y este tipo de instituciones.
- d) Ambigüedad vs. Transparencia: A pesar de la clara disposición para intervenir, los bancos centrales han optado por mantener una postura ambigua ex ante en cuanto a los términos y condiciones de las medidas de provisión de liquidez con el fin de desincentivar el riesgo moral. Sin embargo, la experiencia de la Crisis Financiera Global cuestiona la efectividad de esta estrategia, sugiriendo la necesidad de protocolos de transparencia ex ante y ex post de cualquier intervención. El primer tipo puede dar lugar a problemas similares al debate de reglas y discrecionalidad, mientras que el segundo tipo contribuye a revisar la efectividad de las medidas y para preservar la reputación de la autoridad.
- e) Estigma: Las entidades financieras pueden resistirse a acudir a las facilidades permanentes de provisión de liquidez, como la ventanilla de descuento, por temor al impacto desfavorable en su imagen. A pesar de los intentos de abordar este problema con facilidades multilaterales, ello no es sostenible si se trata verdaderamente de un caso aislado.
- f) Fortalecimiento del marco regulatorio: Para reducir la dependencia excesiva de la función de prestamista de última instancia, es imperativo implementar normativas que promuevan la estabilidad financiera. Estas medidas abarcan

la efectiva separación de la banca comercial y de inversión, el establecimiento de mecanismos de resolución ordenada de instituciones en crisis, lineamientos claros que fomenten la transparencia y la comunicación entre reguladores e instituciones financieras, requisitos de capital para garantizar que los bancos tengan suficientes recursos como para absorber pérdidas en caso de dificultades financieras, entre otras.

- g) Mecanismos de cooperación internacional: Los grupos de trabajo del Consejo de Estabilidad Financiera y el BIS son ejemplos destacados de esfuerzos internacionales donde autoridades reguladoras y representantes de los bancos centrales colaboran en conjunto para establecer mejores prácticas.

Las conclusiones, hallazgos e implicaciones previamente expuestos marcan el cierre de la fase actual de esta tesis, sin embargo, también inauguran futuras líneas de investigación. La primera y la más natural de estas consiste en extender el periodo de estudio para explorar la experiencia reciente durante la crisis sanitaria y económica derivada de la pandemia de Covid-19. Esta situación condujo a la ejecución de medidas agresivas y coordinadas por parte de múltiples instancias gubernamentales. En este contexto, los bancos centrales respondieron enérgicamente, implementando medidas de inyección de liquidez para abordar sus implicaciones económicas y financieras. En consecuencia, resultaría prometedor explorar con detalle si algunas de estas medidas fueron recuperadas de experiencias pasadas, como la Crisis Financiera Global, y cómo se diseñaron nuevas facilidades y programas para atender las necesidades particulares de este caso.

La segunda línea de investigación, derivada del estudio, indagación y reflexión en torno a la función de prestamista de última instancia, propone el análisis de la provisión de liquidez de los bancos centrales más allá de situaciones de emergencia o crisis. En esta tesis se ha subrayado la relevancia del papel que desempeñan los bancos centrales para dotar de estabilidad al sistema financiero en momentos de crisis al proveer de liquidez. No obstante, con la formalización del proceso de reformas y liberalización económico-financiera en la década de 1990, que ha dado

lugar a instrumentos financieros cada vez más complejos y a una toma de riesgos desmedida, los principales bancos centrales a nivel internacional se han visto obligados a realizar esta práctica de manera sistemática y a bajo costo para minimizar el número de episodios de inestabilidad. Esta estrategia, lejos de limitarse a situaciones de emergencia, se ha convertido en una intervención regular para salvaguardar la estabilidad financiera. Como resultado, se ha identificado que las medidas de suministro de liquidez de los bancos centrales sugieren una transformación adicional del rol de prestamista de última instancia moderno al agregar la función de prestamista de primera instancia.

Estas reflexiones están presentes en el ensayo de De Cecco (1999, pp. 6), donde advierte que la extensión del apoyo de prestamista de última instancia a bancos con problemas de solvencia y la percepción de su propia importancia han llevado a muchas instituciones a creer que dispondrán de un flujo constante de liquidez para hacer frente a las emergencias que el mercado experimenta con regularidad. Esta percepción alimenta la toma de riesgos excesiva, ya que las instituciones esperan intervenciones igualmente extensas por parte de las autoridades monetarias. Recientemente, Wilmarth (2020) publicó un recuento histórico-jurídico sobre los auges insostenibles de los bancos universales que condujeron a la Gran Depresión y a la Crisis Financiera Global. Argumenta que, en ambas ocasiones, los bancos centrales actuaron como prestamista de última instancia y se vieron obligados a responder con costosas medidas de rescate. El autor aboga por la necesidad de separar una vez más las actividades de los bancos del mercado de valores, acotando el tamaño de los grandes bancos, en miras de reducir los riesgos sobre la estabilidad financiera y fomentar un funcionamiento más ordenado. Ambas referencias indican que el tema ha sido discutido, no obstante, se requiere de una mayor profundización de las características e implicaciones que conlleva el concepto de primera instancia.

En conclusión, la función de prestamista de última instancia se destaca como un elemento central y recurrente en la historia económica de los bancos centrales. Esta investigación no solo contribuye a comprender esa función, sino también a extraer

lecciones para enfrentar desafíos futuros. Se invita a los lectores a reflexionar sobre la importancia de esta función y reconocer la necesidad continua de estudiar su evolución para fortalecer la capacidad de los bancos centrales para cumplir con su responsabilidad pública.

Referencias

- Arnon, A. (2011) *Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Bagehot, W. (1867 [1966]). *The English Constitution*. Nueva York, Estados Unidos: Cornell University Press.
- Bagehot, W. (1873 [2021]). *Lombard Street: A description of the money market*. [Epub], Londres, Inglaterra: Beyond Books Hub.
- Banco de México (2016). Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México. Recuperado de: <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/recuadros/%7B4E9CF0BE-8E0B-B599-6500-6553239FEF8B%7D.pdf>
- Banco Mundial (2016). Estabilidad financiera. Recuperado de: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-stability>
- Bank of England (2008). Bank of England Market Notice: Operational Standing Lending and Deposit Facilities; Discount Window Facility. Recuperado de: [https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/BoE%20MN%20-%20Operational%20Standing%20Lending%20and%20Deposit%20Facilities,%20Discount%20Window%20Facility%20\(October%202020,%20202008\).pdf](https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/BoE%20MN%20-%20Operational%20Standing%20Lending%20and%20Deposit%20Facilities,%20Discount%20Window%20Facility%20(October%202020,%20202008).pdf)
- Bank of England (2009a). Bank of England Market Notice: Sterling Monetary Framework; Asset Purchases. Recuperado de: <https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/marketnotice090305.pdf>
- Bank of England (2009b). Asset Purchase Facility - Commercial Paper (2009-2011). Recuperado de: [https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Asset%20Purchase%20Facility%20-%20Commercial%20Paper%20\(2009-2011\)%20%20Bank%20of%20England.pdf](https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Asset%20Purchase%20Facility%20-%20Commercial%20Paper%20(2009-2011)%20%20Bank%20of%20England.pdf)
- Bank of England (2009c). Bank of England Market Notice: Asset Purchase Facility. Recuperado de: https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Bank_of_England_Market_Notice_Asset_Purchase_Facility_2009_03_19.pdf
- Bank of England (2009d). Bank of England Market Notice: Asset Purchase Facility Secured Commercial Paper Facility. Recuperado de: https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Market_Notice_Asset_Purchase_Facility_Secured_Commercial_Paper_Facility_2009_07_30.pdf
- Bank of England (2009e). Markets and Operations: June 2009–August 2009. Bank of England Quarterly Bulletin 49, no. 3: 154–75. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2009/markets-and-operations-2009-q3.pdf>
- Bank of England (2022). QE at the Bank of England: a perspective on its functioning and effectiveness. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly->

[bulletin/2022/2022-q1/qe-at-the-bank-of-england-a-perspective-on-its-functioning-and-effectiveness](#)

- Bank of England (2023). Bank of England Market Operations Guide: Our tools. Recuperado de: [https://www.bankofengland.co.uk/markets/bank-of-england-market-operations-guide/our-tools#:~:text=Operational%20Standing%20Facility%20\(OSF\),-Our%20Operational%20Standing&text=The%20operational%20standing%20lending%20facility.liquid%20\(Level%20A\)%20assets](https://www.bankofengland.co.uk/markets/bank-of-england-market-operations-guide/our-tools#:~:text=Operational%20Standing%20Facility%20(OSF),-Our%20Operational%20Standing&text=The%20operational%20standing%20lending%20facility.liquid%20(Level%20A)%20assets).
- Baring, F. (1797). Observations on the establishment of the Bank of England: And on the paper circulation of the country. En Capie, F. y Wood, G., *The Lender of Last Resort* (pp. 3-28). Londres, Inglaterra: Routledge. Recuperado de: <https://www.taylorfrancis.com/books/edit/10.4324/9780203327586/lender-last-resort-forrest-capie-geoffrey-wood?refId=6db1f434-ed28-4117-bd97-27248ad697e5&context=ubx>
- Baxter, T. y Sommer, J. (1999). Lender-of-Last-Resort Issues—Past, Present, and Future. En *Current Developments in Monetary and Financial Law* (pp. 209-227). International Monetary Fund.
- Bernanke, B. (1983). Nonmonetary effects of the financial crisis in propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, Vol. 73 (3), 257–276.
- Bindseil, U. y Fotia, A. (2021). The Central Bank as Lender of Last Resort. En Bindseil, U. y Fotia, A., *Introduction to Central Banking* (pp. 79-100). Estados Unidos: Springer International Publishing.
- BIS (s.f.). History of the Basel Committee. Recuperado de: <https://www.bis.org/bcbs/history.htm>
- BIS (2009). 79th Annual Report. Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.pdf>
- Black, J., Hashimzade, N. y Myles, G. (2009). Diccionario de Economía (3º Edición). Inglaterra: Oxford University Press.
- Blanchard, O. (2017). Macroeconomía (7º Edición). Estados Unidos: Pearson.
- Bordo, M. (1989). The lender of last resort: some historical insights. *Federal Reserve Bank of Chicago*, 177-197.
- Bordo, M. (1990). The lender of last resort: alternative views and historical experience. *FRB Richmond Economic Review*, 76(1), 18-29.
- Bordo, M. (2007). A brief history of central banks. *Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary*. Recuperado de: <https://www.clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2007/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks>
- Bordo, M. y Wheelock, D. (2011). The promise and performance of the Federal Reserve as lender of last resort 1914-1933. En Bordo, M. y Roberds, W., *The Origins, History, and Future of the Federal Reserve: A Return to Jekyll Island* (pp. 59-98). Londres, Inglaterra: Cambridge University Press.
- Bugeja, G. (2013). Universal Banking and the Return of 'Glass-Steagall'. *Journal of Governance and Regulation*, Vol. 2 (No. 3), pp. 84-97.

- Buiter, W. y Sibert, A. (13 de agosto de 2007). The Central Bank as the Market Maker of last Resort: From lender of last resort to market maker of last resort. *Vox EU Center for Economic Policy Research*. Recuperado de: <https://cepr.org/voxeu/columns/central-bank-market-maker-last-resort-lender-last-resort-market-maker-last-resort>
- Buiter, W. (2023). Towards an enhanced lender of last resort and market maker of last resort. *CEPR Discussion Paper No. 17862*. CEPR Press, Paris & London.
- Butkiewicz, J. L. (1995). The impact of a lender of last resort during the great depression: the case of the reconstruction finance corporation. *Explorations in Economic History*, 32(2), 197-216.
- Cagan, P. (1963). The First Fifty Years of the National Banking System. En Carson, D., *Banking and Monetary Studies* (pp. 15-42). Homewood, Illinois, Estados Unidos: Richard D. Irwin.
- Capie, F., Fischer, S., Goodhart, C., y Schnadt, N. (1994). The development of central banking. En *The future of central banking: the tercentenary symposium of the Bank of England* (pp. 1-261). Londres, Inglaterra: Cambridge University Press.
- Capraro, S., Panico, C. y Sandoval, K. (2019). *Economía Monetaria*. México: UNAM.
- Carlson, M., y Wheelock, D. (2013). The lender of last resort: lessons from the Fed's first 100 years. *Federal Reserve Bank of St Louis, Working Paper* (No. 56B), pp. 32-36.
- Carre, E. y Leloup, S. (2020). Threadneedle street meets Lombard street: Bagehot and central bankers in the aftermath of the great recession. *The European Journal of the History of Economic Thought, Taylor & Francis Journals*, vol. 27(6), pp. 1-20.
- Cecchetti, S., Kohler, M., y Upper, C. (2009). Financial crises and economic activity. *NBER Working Paper Series*, 1-36.
- Chandler (1971). *American Monetary Policy 1928-1941*. New York: Harper and Row.
- Clapham, J. (1944). *The Bank of England: A History*. Cambridge, Inglaterra: Cambridge University Press.
- Daugherty, M. (1942). The Currency-Banking Controversy. *Southern Economic Journal*, 9 (2), 140-156.
- Diatkine, S. (2013). Monetary Policy on Interest Rates: A Retrospective Analysis since Thornton. *The European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 20 (5), pp. 715-740.
- Dobler, M., Gray, M., Murphy, D. y Radzewicz-Bak, B. (2016). The lender of last resort function after the global financial crisis. *International Monetary Fund Working Paper*, 1-61.
- Domanski, D., Moessner, R., y Nelson, W. (2014). Central banks as lenders of last resort: experiences during the 2007-10 crisis and lessons for the future. En *BIS Papers* (No. 79), *Re-thinking the lender of last resort* (pp. 43-75). Bank for International Settlements.
- European Central Bank (4 de septiembre de 2008). Continuation of supplementary longer-term refinancing operations [Comunicado de prensa]. Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080904_3.en.html

- European Central Bank (4 de junio de 2009). Purchase programme for covered bonds [Comunicado de prensa]. Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html
- European Central Bank (4-5 de septiembre de 2017). *ECB Legal Conference 2017, Shaping a new legal order for Europe: a tale of crises and opportunities* [Conferencia]. Banco Central Europeo. Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecblegalconferenceproceedings201712.en.pdf>
- European Central Bank (2023). Standing facilities. Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.en.html>
- Eichengreen, B. (1992). *Golden fetters: The gold standard and the Great Depression, 1919– 1939*. Inglaterra: Oxford University Press.
- English, B. y Mosser, T. (2018). The Use and Effectiveness of Conventional Liquidity Tools Early in the Financial Crisis. Recuperado de: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/08/01-Classic-LOLR-Prelim-Disc-Draft-2018.09.11.pdf>
- Erickson, D. (2015). Before the Fed: The Historical Precedents of the Federal Reserve System. Recuperado de: <https://www.federalreservehistory.org/essays/before-the-fed>
- Fawley, B. y Neely, C. (2013). Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February 2013, 95(1), pp. 51-58.
- FDIC (2024). Deposit Insurance. Recuperado de: <https://www.fdic.gov/resources/deposit-insurance/brochures/insured-deposits/>
- Federal Reserve (2016). Money Market Investor Funding Facility (MMIFF). Recuperado de: https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_mmiff.htm
- Federal Reserve (2020a). Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF). Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-amlf.htm>
- Federal Reserve (2020b). Commercial Paper Funding Facility (CPFF). Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-cpff.htm>
- Federal Reserve (2023). Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Recuperado de: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm
- Federal Reserve (2024). The discount window and discount rate. Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>
- Federal Reserve Bank of Dallas (2012). Vignettes of Dallas Fed History on the Eve of Our Centennial. Recuperado de: <https://www.dallasfed.org/news/speeches/fisher/2012/fs120626#n6>
- Federal Reserve Bank of Minneapolis (2010). Federal Reserve Liquidity Programs: An Update. A review of the size, status and results of the Fed's programs to cope with crisis. Recuperado de: <https://www.minneapolisfed.org/article/2010/federal-reserve-liquidity-programs-an-update#ftn16>
- Federal Reserve Bank of Philadelphia (2016). Did Quantitative Easing Work? Did QE lower yields and stimulate the economy? What about risks? Weighing the evidence requires a bit of

- theory. Recuperado de: https://www.philadelphiafed.org/-/media/frbp/assets/economy/articles/economic-insights/2016/q1/eiq116_did-quantitative_easing_work.pdf
- Federal Reserve Bank of New York (2008). Report Pursuant to Section 129 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Secured Credit Facility Authorized for American International Group, Inc. Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/129aigseccreditfacility.pdf>
- Federal Reserve Bank of Richmond (SA). Federal Reserve Memberships. Recuperado de: https://www.richmondfed.org/banking/banker_resources/applications_membership/federal_reserve_membership
- Federal Reserve Bank of St. Louis (15 de noviembre de 1914). Comunicado de prensa de apertura. Recuperado de: <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/bogsub111514.pdf>
- Fetter, F. (1965). *Development of British monetary orthodoxy, 1797-1875*. Harvard University Press.
- Fischer, S. (1999). On the need for an international lender of last resort. *Journal of economic perspectives*, 13(4), 85-104.
- Fleming, M. y Klagge, N. (2010). The Federal Reserve's foreign exchange swap lines. *Current Issues in Economics and Finance*, 16(4).
- Fondo Monetario Internacional (2023). ECB Euro Liquidity Lines. Recuperado de: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2023/096/article-A001-en.xml>
- Freixas, X., Giannini, C., Hoggarth, G. y Soussa, F. (1999) Lender of Last Resort: A Review of the Literature. En Goodhart, C. y Illing, G., *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort*. Londres, Inglaterra: Oxford University Press.
- Friedman, M. y Schwartz, A. (1963). *A monetary history of the United States 1867–1960*. Nueva Jersey, Estados Unidos: Princeton University Press.
- Fullarton, J. (1844). *On the Regulation of Currencies; being an examination of the principles, on which it is proposed to restrict, within certain fixed limits, the future issues on credit of the Bank of England, and of the other banking establishments throughout the country*. Londres: J. Murray.
- Fulmer, S. (2022a). United Kingdom: Discount Window Facility, *Journal of Financial Crises: Vol. 4* : Iss. 2, 1074-1089.
- Fulmer, S. (2022b). United Kingdom: Indexed Long-Term Repo Operations, *Journal of Financial Crises: Vol. 4* : Iss. 2, 1126-1155.
- Fuster, A., Lucca, D. y Vickery, J. (2022). Mortgage-Backed Securities. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 1001, pp. 1-37.
- Gadanecz, B. y Jayaram, K. (2009). Measures of financial stability—a review, *Bank for International Settlements*. IFC Bulletin, 31, pp. 365-380.
- Ghizoni, S. (2013a). Reserve Banks Open for Business. Federal Reserve History. Recuperado de: <https://www.federalreservehistory.org/essays/reserve-banks-open>

- Ghizoni, S. (2013b). Reserve Bank Organization Committee. Federal Reserve History. Recuperado de: <https://www.federalreservehistory.org/essays/reserve-bank-organization-committee>
- Gilbart, J. (1841). Currency and banking. *Westminster Review*, 35, 89-131.
- Goodhart, C. (2011). *The Basel Committee on Banking Supervision: A history of the early years 1974-1997*. Londres, Inglaterra: Cambridge University Press.
- Gou, Komai, Park y Richardson (2013). Reconstruction Finance Corporation Act. Recuperado de: <https://www.federalreservehistory.org/essays/reconstruction-finance-corporation>
- Grad, D., Mehrling, P. y Neilson, D. (2011). The Evolution of Last-Resort Operations in the Global Credit Crisis. *Social Science Research Network*, 1-27.
- Grant, J. (2019). *Bagehot: The Life and Times of the Greatest Victorian*. WW Norton y Company.
- Grossman, R. (2006). The emergence of central banks and banking regulation in comparative perspective. *Wesleyan Economics Working Papers*, 2-26. Recuperado de: http://repec.wesleyan.edu/pdf/rgrossman/2006021_grossman.pdf
- Hauser, A. (2014). Lender of last resort operations during the financial crisis: seven practical lessons from the United Kingdom. En BIS Papers (No. 79), *Re-thinking the lender of last resort* (pp. 81-92). Bank for International Settlements.
- Hauser, A. (07 de enero de 2021). From lender of last resort to market maker of last resort via the dash for cash: Why central banks need new tools for dealing with market dysfunction. Conferencia Reuters, Londres, Inglaterra. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2021/january/why-central-banks-need-new-tools-for-dealing-with-market-dysfunction-speech-by-andrew-hauser.pdf>
- Herger, N. (2019). *Understanding central banks*. Springer.
- Hill, C. (2010). Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities? *University of Minnesota Law School*, pp. 585-608.
- Humphrey, T. (1975). The classical concept of the lender of last resort. *FRB Richmond Economic Review*, 61, 2-9.
- Humphrey, T. y Keleher, R. (1984). The lender of last resort: a historical perspective. *Cato Journal*, Vol. 4 (1), 275-321.
- Humphrey, T. (1989). Lender of last resort: the concept in history. *FRB Richmond economic review*, 75(2), 8-16.
- Humphrey, T. (1999). Mercantilists and classicals: insights from doctrinal history. *FRB Richmond Economic Quarterly*, 85(2), 55-82.
- Jácome, L. (2013). Política macroprudencial: en qué consiste y cómo ponerla en práctica. *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Boletín*, 59(2), 93-120.
- Kodres, L. (2023). Shadow banks: Out of the eyes of regulators. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/Series/Back-to-Basics/Shadow-Banks>
- Laeven, L. y Valencia, F. (2018). Systemic Banking Crises Revisited. *International Monetary Fund*, 3-47.

- Lavoie, M. y Fiebigler, B. (2018). Unconventional monetary policies, with a focus on quantitative easing. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, Vol. 15 No. 2, pp. 139-146.
- Leon, M. (2020). Term Securities Lending Facility (TSLF) (U.S. GFC), *Journal of Financial Crises: Vol. 2 : Iss. 3*, 202-228.
- Levine, R. (2012). The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis. *International Review of Finance*, 1(12), 39-56.
- Martinez, J. (2023). Derivados financieros: Qué son y cuáles son sus tipos. Recuperado de: <https://obsbusiness.school/blog/derivados-financieros-que-son-y-cuales-son-sus-tipos>
- Maues (2013). Banking Act of 1933 (Glass-Steagall). Recuperado de: <https://www.federalreservehistory.org/essays/glass-steagall-act>
- Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street: How the Fed became the Dealer of Last Resort*. Nueva Jersey, Estados Unidos: Princeton University Press.
- Mehrling, P. (2014). Why central banking should be re-imagined. En BIS Papers (No. 79), *Re-thinking the lender of last resort* (pp. 108-118). Bank for International Settlements.
- Meltzer, A. (1986). Financial failures and financial policies. En Kaufman, G. y Kormendi, R., *Deregulating financial service: public policy in flux* (pp. 79-96). Cambridge, Massachusetts, Estados Unidos: Ballinger Publishing Company.
- Meltzer, A. (1994). Regulatory Arrangements, Financial Stability, and Regulatory Reform. *Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan*, vol. 12(1), pp. 1-15.
- Meltzer, A. (2003). *A History of the Federal Reserve (Vol. 1: 1913–1951)*. Chicago, Estados Unidos: University of Chicago Press.
- Mishkin (2001). Prudential supervision: why is it important and what are the issues? *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, n. 7926, pp. 1-36.
- Moe, T. (2012). Shadow banking and the Limits of Central Bank Liquidity Support: How to Achieve a Better Balance between Global and Official Liquidity, *Levy Institute of Bard College Working Paper*, No. 712, pp. 91.
- Moen, J. y Tallman, E. (1999). Why Didn't the United States Establish a Central Bank until after the Panic of 1907? *Federal Reserve Bank of Atlanta*, Working Paper (99-16), pp. 1-29.
- Nakaso, H. (22 de abril de 2013). Financial Crises and Central Banks "Lender of Last Resort" Function. Executive Forum "Impact of the financial crises on central bank functions". Washington, DC, Estados Unidos.
- Nersisyan, Y. (2015). The repeal of the Glass–Steagall Act and the Federal Reserve's extraordinary intervention during the global financial crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 37(4), 1-26.
- Nygaard, K. (2020). The United Kingdom's Special Liquidity Scheme (SLS) (U.K. GFC), *Journal of Financial Crises: Vol. 2 : Iss. 3*, 504-523.

- Oganesyan, G. (2013). The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England (No. 19/2013). Working Paper.
- Ortega, A. (2022). ¿Qué significa que los mercados financieros se ajusten ordenadamente? Recuperado de: <https://blog.banxico.org.mx/blog/BlogBanxico/entry/qu%C3%A9-significa-que-los-mercados>
- Panico, C., Pinto, A., Anyul, M. P., & Suarez, M. V. (2016). A Sraffian approach to financial regulation. En *Economic Theory and its History* (pp. 263-284). Routledge.
- Rhee, J. (2020). The Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) (U.S. GFC), *Journal of Financial Crises: Vol. 2: Iss. 3*, 281-306.
- Richardson, G. (2013). The Great Depression. Recuperado de: <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-depression>
- Richardson, G. y Troost, W. (2009). Monetary Intervention Mitigated the Banking Panics during the Great Depression: Quasi-experimental Evidence from a Federal Reserve District Border, 1929-1933. *Journal of Political Economy*, 117(6), pp. 1031-73.
- Richardson, G. y Sablik, T. (2015). Banking Panics of the Gilded Age. Recuperado de: <https://www.federalreservehistory.org/essays/banking-panics-of-the-gilded-age>
- Roberts, P. (2000). Benjamin Strong, the Federal Reserve, and the Limits to Interwar American Nationalism Part I: Intellectual Profile of a Central Banker Part II: Strong and the Federal Reserve System in the 1920s. *FRB Richmond Economic Quarterly*, 86(2), 61-98.
- Runkel, C. (2022). United States: Term Auction Facility. *Journal of Financial Crises: Vol. 4 : Iss. 2*, 1374-1409.
- Sayers, R. (1976). *The Bank of England 1891-1944 (Vol. 1)*. Londres, Inglaterra: Cambridge University Press.
- Schnabel, I. (2016). What role for central banks in safeguarding financial stability? *Sveriges Riksbank Economic Review*, 3, 49-54.
- Sepulveda, E. (2021). Introducción mínima a la estabilidad financiera. En J. Heath (Coord.), *Lecturas en lo que indican los indicadores: Cómo utilizar la información estadística para entender la realidad económica* (Vol. II, pp. 121-140). Museo Interactivo de Economía.
- Sherman, M. (2009). A short history of financial deregulation in the United States. Recuperado de: <https://www.cepr.net/documents/publications/dereg-timeline-2009-07.pdf>
- Smith, A. (1793 [1977]). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. University Of Chicago Press.
- Song, H. (2009). Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis. *Journal of Financial Crises: Vol. 23 : Iss. 1*, 101-119.
- Stulz, R. (2010). Credit Default Swaps and the Credit Crisis. *Journal of Economic Perspective*, Vol. 24, No. 1 (Winter 2010), pp. 73-92.
- Temin, P. (1989). *Lessons from the Great Depression*. Massachusetts, Estados Unidos: MIT Press.

- Thomas, R. y Dimsdale, N. (2017). A Millennium of UK Data. Bank of England OBRA dataset. Recuperado de: <http://www.bankofengland.co.uk/research/Pages/onebank/threecenturies.asp>
- Thornton (1802 [1939]). *An Inquiry into the Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Londres, Inglaterra: George Allen and Unwin. Recuperado de: https://oll-resources.s3.us-east-2.amazonaws.com/oll3/store/titles/2041/Thornton_1410_EBk_v6.0.pdf
- Tooke, T. (1844). *An Inquiry into the Currency Principle: the Connection of the Currency with Prices, and the Expediency of a Separation of Issue from Banking*. Longman, Brown, Green, and Longmans, No. 33834.
- Tucker, P. (28 de mayo de 2009). The Repertoire of Official Sector Interventions in the Financial System: Last Resort Lending, Market-Making, and Capital. Conferencia Internacional del Banco de Japón Financial system and monetary policy: implementation, Tokio, Japón. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2009/last-resort-lending-market-making-and-capital.pdf>
- Tucker, P. (14 de abril de 2011). Macroprudential policy – building financial stability institutions. 20º Conferencia Anual en honor de Hyman P Minsky, Nueva York, Estados Unidos. Recuperado de: <https://www.bis.org/review/r110415b.pdf>
- Tucker, P. (2014). The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction. En BIS Papers (No. 79), *Re-thinking the lender of last resort* (pp. 10-42). Bank for International Settlements.
- Ugolini, S. (2017). *The evolution of central banking: theory and history*. Londres, Inglaterra: Palgrave Macmillan.
- Vera, S. (1993). El desarrollo de la banca central en Inglaterra y el sistema escocés. Recuperado de: https://www.eumed.net/cursecon/textos/Vera_Smith-banca.pdf
- Warburg, P. (1910). *The discount system in Europe*. U.S. Senate Document No. 402. U.S. Government Printing Office.
- Warburg, P. (1911). A United Reserve Bank of the United States. *Proceedings of the Academy of Political Science in the City of New York*, 1(2), 302–342.
- Wicker, E. (1966). *Federal Reserve monetary policy, 1917-1933*. Estados Unidos: Random House.
- Wicker, E. (2005). *The great debate on banking reform: Nelson Aldrich and the origins of the Fed*. Estados Unidos: Ohio State University Press.
- Wheelock, D. (1991). *The strategy and consistency of Federal Reserve monetary policy, 1924–1933*. Londres, Inglaterra: Cambridge University Press.
- Wheelock, D. (1998). Monetary Policy in the Great Depression and Beyond: The Sources of the Fed's Inflation Bias. En *The economics of the great depression* (pp. 127-170). Michigan, Estados Unidos: Western Michigan University.
- White, E. (2009). Lessons from the history of bank examination and supervision in the United States, 1863-2008. En

Regulation in the Wake of Financial Crises: The Historical Experience, Workshops and Conferences, pp- 15-44. Roma, Italia: Banco de Italia.

Wilmarth, A. (2005). Did universal banks play a significant role in the US economy's boom-and-bust cycle of 1921-33? En *Current Developments in Monetary and Financial Law, Vol. 4* (pp. 559-645). Washington, Estados Unidos: FMI.

Yang, K. (2020). The Primary Dealer Credit Facility (PDCF) (U.S. GFC), *Journal of Financial Crises: Vol. 2 : Iss. 3*, 152-173.