



GRADO EN ADE

CURSO 2013/2014

TRABAJO DE FIN DE GRADO

FACTORES DETERMINANTES DE LAS CRISIS FINANCIERAS.

Autora: Nerea Castaños Fernández.

Directora: Nerea San Martín Albizuri.

Facultad de Ciencias Económica y Empresariales.

Universidad del País Vasco. UPV/EHU.

RESUMEN

A lo largo del siglo XX han sucedido un gran número de crisis financieras, y muchas de las que surgieron en épocas pasadas siguen teniendo repercusión en el contexto económico-financiero actual. En muchos aspectos, la crisis actual no ha sido muy diferente de acontecimientos que hemos visto en los mercados emergentes durante la última década, ya que vemos que se dan circunstancias similares en los comportamientos económicos y financieros que desembocan en las crisis.

En este contexto, el objetivo principal de este estudio es identificar las causas comunes a los episodios de crisis más relevantes que han precedido a la crisis financiera actual y compararlos con los factores desencadenantes de ésta. Para ello, la metodología empleada es la analítico-sintética, que consiste en analizar el fenómeno objeto de estudio y sintetizarlo para obtener, finalmente, una serie de conclusiones.

Las conclusiones de este trabajo señalan la existencia de dos clasificaciones de crisis en base a la literatura teórica: la primera, que las divide en bancarias, monetarias y financieras; y la segunda, que distingue entre modelos teóricos de Primera, Segunda y Tercera Generación. Todas ellas presentan además unas causas comunes que también han sido explicativas del episodio de crisis que estamos padeciendo actualmente.

Palabras clave: *Clasificación de crisis, Causas explicativas de las crisis, Crisis financiera internacional y Método analítico-sintético.*

ABSTRACT

Throughout the twentieth century have occurred many financial crises, many of which emerged in the past continue to impact on the current economic and financial context. In many respects the current crisis has not been very different from events we've seen in emerging markets during the last decade, being that we see that similar circumstances exist in the economic and financial behaviors that lead to the crisis.

In this context the main objective of this study is to identify the common causes of the most important crises episodes that preceded the current financial crisis and compare them with the precipitating factors in the current crisis. For this purpose, the methodology is the analytic-synthetic, which is to analyze the phenomenon under study and synthesize it, to finally, get a set of conclusions.

The conclusions of this study indicate the existence of two classifications of crises based on the theoretical literature: the first, which divides them in banking, monetary and financial crises, and second, that distinguishes between theoretical models of First, Second and Third Generation. They all also have common causes that have also been Explanatory episode of crisis we are currently experiencing.

Keywords: *Classification of crises, Explanatory causes of crises, International financial crisis and Analytic-synthetic method.*

INDICE

1. Introducción	1
1.1 Antecedentes y estado actual del tema	1
1.2 Objetivos	2
1.3 Metodología	3
1.4 Estructura del trabajo	3
2. Clasificación de los episodios de crisis e identificación de las causas comunes.....	5
2.1. Introducción	5
2.2. Primera clasificación	6
2.2.1. Crisis bancarias	6
2.2.2. Crisis monetaria.....	12
2.2.3. Crisis financieras	15
2.3. Segunda clasificación.....	20
2.3.1. Introducción	20
2.3.2. Modelo teórico de primera generación: crisis de balanza de pagos	21
2.3.3. Modelo de segunda generación: crisis cambiarias autogeneradas.....	25
2.3.4. Modelo de tercera generación: crisis gemelas.....	28
3. Crisis financiera actual: principales causas	32
4. Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación	36
4.1 Conclusiones del trabajo	36
4.2 Limitaciones.....	39
4.3 Líneas de investigación futuras.....	39
5. Bibliografía	40

INDICE DE TABLAS

Tabla 1.1: Correspondencias entre objetivos, metodologías y apartados.....	4
Tabla 2.1: Causas de las crisis bancarias.....	11
Tabla 2.2: Causas de las crisis monetarias.	15
Tabla 2.3: Causas de las crisis financieras.	20
Tabla 2.4: Causas de las crisis de Primera Generación.....	24
Tabla 2.5: Causas de las crisis de Segunda Generación.....	28
Tabla 2.6: Causas de las crisis de Tercera generación.	31
Tabla 3.1: Causas de la crisis actual.....	35
Tabla 4.1: Causas comunes a la mayoría de las crisis.....	38
Tabla 4.2: Causas comunes entre la crisis actual y las precedentes.	39

INDICE DE FIGURAS

Figura 2.1: Ejemplos de crisis bancarias.....	10
Figura 2.2: Ejemplos de crisis monetarias.	15
Figura 2.3: Ejemplos de crisis financieras.	19
Figura 2.4: Ejemplos de crisis de Primera Generación.....	24
Figura 2.5: Ejemplos de crisis de Segunda Generación.....	27
Figura 2.6: Ejemplos de crisis de Tercera Generación.....	31

1. INTRODUCCIÓN

1.1 ANTECEDENTES Y ESTADO ACTUAL DEL TEMA

Las crisis financieras no son un fenómeno reciente ya que afectan a la economía de los países desde principios del siglo XVIII. A lo largo del siglo XX han sucedido un gran número de crisis financieras y muchas de las que surgieron en épocas pasadas siguen teniendo alguna repercusión en las crisis actuales. En muchos aspectos, la crisis actual no ha sido muy diferente de acontecimientos que hemos visto en muchos mercados emergentes durante la última década ya que a lo largo de la historia vemos que se dan circunstancias similares en los comportamientos económicos y financieros que desembocan en crisis (Hernández, Moraleda et al., 2011).

La economía mundial está inmersa desde 2007 en una etapa de gran inestabilidad. Una serie de factores, como por ejemplo la regulación y supervisión insuficiente, las políticas de gobierno inconsistentes y las expectativas de los actores financieros, están provocando que el ritmo de salida de la crisis esté siendo más lento que lo previsto inicialmente, especialmente en Europa (Banco de España, 2007). Es por esto, por lo que se está tomando conciencia de la importancia de la crisis, así como de sus factores desencadenantes. Cabe destacar que las crisis se propagan debido al proceso inadecuado de integración de mercados financieros a nivel internacional.

Numerosos autores señalan que estamos sufriendo las consecuencias de excesos previos, de desequilibrios que precisan ajustes y de otros desajustes, de los cuales no existe certeza sobre el detonante que ha precipitado el caos económico-financiero y que ha puesto en marcha una reacción acumulativa¹. Las crisis financieras son consecuencia de una serie de factores negativos que se van acumulando y retroalimentando hasta llegar a ser insostenibles. Es por ello que resulta indispensable la identificación de dichos factores, sobre todo los que son comunes, tanto a los episodios más recientes como a la crisis actual (Torrero, 2011). Y eso es precisamente lo que hemos tratado de realizar en este trabajo, que resulta relevante en tanto en cuanto nos ayude a comprender el inicio y evolución de la crisis actual y nos sea de utilidad para identificar y evitar las posibles crisis que puedan desencadenarse en un futuro.

¹ Véase la conferencia dictada el 6 de octubre de 2008. Publicada por el Instituto universitario de Análisis Económico y Social. Documento de trabajo 08/2008.

Algo que preocupa, es que nadie supo anticipar ni predecir la crisis actual. De aquí vemos la importancia de identificar los factores determinantes de las crisis, analizando cómo se comportaron los mercados en el pasado ante situaciones similares, teniendo en cuenta que si bien algunas pautas se repiten, también intervienen variables y factores que no existían en el pasado.

1.2 OBJETIVOS

El desencadenamiento y desarrollo de la crisis actual está estrechamente relacionado con las crisis anteriores a ésta. Es por esto, por lo que en este trabajo se analizarán las crisis bancarias, monetarias y financieras más representativas de las últimas décadas.

A continuación se plantea el objetivo principal de este estudio y los objetivos secundarios que se llevarán a cabo para la consecución del mismo.

Objetivo principal

Identificar las causas comunes a los episodios de crisis más relevantes precedentes a la crisis financiera actual y compararlos con los factores desencadenantes de ésta.

Objetivos secundarios

1. Clasificar los episodios de crisis más relevantes e identificar causas principales que explican su desarrollo.

Para alcanzar el objetivo principal de este trabajo, parece necesario, en primer lugar, identificar distintos tipos de crisis y analizarlos por separado. Teniendo en cuenta que cada tipología de crisis cuenta con características diferenciadas, esta clasificación nos facilitará su estudio y una mejor comprensión de las mismas. En este sentido, y con base en lo recogido en la literatura sobre el tema, se han realizado dos clasificaciones.

2. Identificar las causas comunes desencadenantes para cada tipo de crisis.

Este objetivo secundario se lleva a cabo en dos partes ya que las crisis las hemos agrupado en dos clasificaciones. En la primera clasificación identificamos los factores comunes que desencadenan crisis bancarias, monetarias y financieras, y en la segunda, los que originan las crisis de Primera, Segunda y Tercera Generación.

Identificamos las causas de las crisis analizando los acontecimientos económicos, sociales y políticos que rodearon el desarrollo de los episodios más relevantes.

3. *Determinar causas principales de la actual crisis financiera internacional.*

Una vez identificadas las causas principales de la crisis actual, las compararemos con las causas comunes a las crisis precedentes y estableceremos paralelismos.

1.3 METODOLOGÍA

Para poder alcanzar los objetivos planteados en este estudio, es necesario el empleo de una metodología o conjunto de métodos. El método a seguir se basa en añadir el conocimiento propio a la información obtenida de la literatura económica y financiera que recoge este trabajo.

La metodología que predomina en este trabajo es la analítico-sintética, que aunque en ocasiones se identifique como dos métodos diferenciados, guardan entre sí una relación de complementariedad tan estrecha que podrían considerarse un único método de investigación (San Martín, 2011).

Atendiendo a la definición expuesta por Soldevilla (1995), dicha metodología se basa en la descomposición del fenómeno en los elementos que lo integran y el estudio de cada una de sus partes constitutivas, seguido por la integración de los resultados del análisis parcial en una serie de conclusiones que permiten el entendimiento total del fenómeno observado, considerándolo de forma unitaria.

Con base en esta definición, en el presente trabajo hemos realizado un análisis de las dos principales clasificaciones de crisis, sintetizando sus causas comunes.

1.4 ESTRUCTURA DEL TRABAJO

La consecución de los objetivos proyectados mediante la metodología detallada nos ha llevado a estructurar el presente trabajo en cuatro apartados. A continuación se describe de forma breve el contenido de cada uno de ellos:

Tras el apartado presente, de tipo introductorio, el **segundo apartado** corresponde al desarrollo de los dos primeros objetivos secundarios en el que se identifican los tipos de crisis más importantes, así como su clasificación en base a criterios que más se repiten en la literatura teórica. En concreto, hemos identificado dos clasificaciones. La primera, divide los episodios en crisis bancarias, monetarias y financieras, y la segunda los divide en modelos de Primera, Segunda y Tercera Generación. Para finalizar, en este apartado se identifican las causas comunes a cada tipo de crisis.

El **tercer apartado** abordará el segundo aspecto tratado en este trabajo: El análisis de las causas de la crisis actual y su comparación con aquellas que provocan los anteriores episodios.

Así pues, cumpliendo con el objetivo principal, se identifican cuáles son las causas que más se repiten en las crisis bancarias, monetarias, financieras, de Primera, Segunda y Tercera Generación.

Para finalizar, el **cuarto apartado**, detalla las principales conclusiones obtenidas, las limitaciones del trabajo y las posibles futuras líneas de investigación. Las referencias bibliográficas quedan recogidas en el último de los apartados.

Tabla 1.1: Correspondencias entre objetivos, metodologías y apartados.

OBJETIVO	METODOLOGÍA	APARTADO
<p>OBJETIVOS SECUNDARIOS</p> <p>1. Clasificar los episodios de crisis más relevantes e identificar causas principales que explican su desarrollo.</p> <p>2. Identificar las causas comunes desencadenantes para cada tipo de crisis.</p> <p>3. Determinar causas principales de la actual crisis financiera internacional.</p>	Analítico-sintética.	Segundo.
<p>OBJETIVO PRINCIPAL</p> <p>Identificar las causas comunes a los episodios de crisis más relevantes precedentes a la crisis financiera actual y compararlos con los factores desencadenantes de ésta.</p>	Analítico-sintética.	Tercero.

Fuente: elaboración propia.

2. CLASIFICACIÓN DE LOS EPISODIOS DE CRISIS E IDENTIFICACIÓN DE LAS CAUSAS COMUNES

2.1. INTRODUCCIÓN

El concepto “crisis financiera” es usado de un modo excesivamente amplio en la literatura. Hay que tener en cuenta que hay diferencias entre los diferentes tipos de crisis y que no pueden ser denominadas de la misma manera ya que cada una de ellas tiene sus características específicas.

Existen numerosas clasificaciones de los tipos de crisis. Según el Fondo Monetario Internacional (1998) se pueden distinguir tres tipos de crisis: cambiaria, bancaria y de deuda. Aunque la clasificación que más se repite en la literatura consiste en clasificar las crisis en financiera, bancaria y cambiaria. Así lo defienden Bustelo (2004), Neira (2004), Girón (2002) y Torres (2008) entre otros.

Podemos encontrar también grupos de modelos teóricos que explican las causas que originan los diferentes tipos de crisis. El primer grupo de modelos teóricos, explica que las causas que originan una crisis de balanza de pagos están asociadas con los Modelos de Primera Generación. El trabajo introductorio y principal de estos modelos lo constituye la obra de Krugman (1979). No obstante, ante la imposibilidad de explicar las crisis financieras de algunos países (como la de México en 1994) surgió una corriente alternativa de investigación, los denominados Modelos de Segunda Generación. Autores como Obstfeld (1996) intentan explicarnos cómo ante un cambio en las expectativas se puede producir una crisis financiera.

La crisis experimentada por los países asiáticos (1997-1998) constituyó un nuevo impulso para el desarrollo de los modelos que pretendían explicar las causas de las crisis monetarias y bancarias, además la ausencia de cambios en las expectativas de los agentes invalidaba las hipótesis contempladas en la segunda generación de modelos. En esta etapa, varios países presentaron, simultáneamente, problemas en su balanza de pagos y en el sistema financiero, dando origen a lo que la literatura denominó como «*Crisis Gemelas*» o «*Twin Crisis*», apareciendo con esto la tercera generación. (García y Otero, 2007). Un gran número de autores realizan la clasi-

ficación de las crisis en crisis de primera, segunda y tercera generación. Algunos ejemplos son: (Herrarte y Vicens, 2000), (Neira y Jiménez, 2002) y (Sotelsek y Pavón, 2008).

A continuación analizaremos la primera de las clasificaciones en la que se encuentran las crisis bancarias, monetarias y financieras. Tras el estudio de las características de cada una de estas crisis se identifican cuáles son las causas comunes a cada una de éstas.

2.2. PRIMERA CLASIFICACIÓN

2.2.1. CRISIS BANCARIAS

Una crisis bancaria puede definirse desde diferentes criterios.

1. Von Hagen y Ho (2003) la definen como una situación en la que las dudas sobre la solvencia del sistema bancario conducen a una retirada masiva de depósitos, a una gran necesidad de liquidez, a un fuerte aumento de los tipos de interés, o a una combinación de todos ellos.

2. Kaminsky y Reinhart (1999), por su parte, identifican una crisis bancaria a través de la existencia de pánicos bancarios que obligan al cierre, fusión o absorción por parte del sector público de una o más instituciones financieras.

Independientemente de cómo se definan, las crisis bancarias se caracterizan por la pérdida de la capacidad de afrontar un retiro de los depósitos por parte de los bancos, tanto privados como públicos, lo que origina situaciones de iliquidez y/o de insolvencia². En este caso, el problema es tanto privado como público (Parodi, 2009). Además provocan la quiebra a empresas que hubieran sido viables de no ser por el encarecimiento de su coste financiero, que se traduce en una reducción de su rentabilidad (Demirgüç y Detragiache, 1998).

Los mercados financieros poseen características especiales que diferencian la actividad bancaria de cualquier otra actividad económica, haciéndola mucho más vulnerable a las fluctuaciones de la economía y permitiendo que las crisis que pueda afectar un banco de forma individual, lleguen a desestabilizar a todo el sistema financiero (Da Costa y Santander, 2003).

²La liquidez es la cualidad de los activos de convertirse en dinero de forma inmediata. La solvencia consiste en la capacidad de un individuo o empresa para pagar sus deudas. Es decir, que la persona cuente con los medios o propiedades suficientes como para satisfacer sus compromisos con los acreedores (Guisarre, 2010).

Las principales causas que desencadenaron las crisis bancarias fueron las siguientes: Según Goldstein y Turner (1996) las razones por las cuales los problemas bancarios requieren de especial atención se deben a sus consecuencias internas en las economías de los países en los que se dan crisis bancarias y a que cuando en un país se da una crisis bancaria, esto tiene mucha repercusión en otros países, debido a la alta integración de los mercados financieros a nivel internacional.

Por su parte, Von Hagen y Ho (2003), identifican como causa principal de las crisis bancarias las dudas sobre la solvencia de los bancos, que conducen a una retirada masiva de depósitos, al requerimiento de un gran apoyo de liquidez a las autoridades monetarias, a un fuerte aumento de los tipos de interés a corto plazo, o a una combinación de todos ellos.

Las expectativas de los agentes económicos también pueden jugar un papel importante en las crisis bancarias. Según Calvo (1995), las crisis bancarias pueden ser causadas por el denominado efecto rebaño o "*herd behaviour*" que consiste en que la generalización de las expectativas puede suponer un posible efecto adverso. Por ejemplo, un incremento en las tasas internacionales de interés, que en ausencia del efecto rebaño supondría una disminución en los depósitos bancarios internos de un país, puede provocar retiros masivos si los individuos esperan que todo el mundo retire sus depósitos.

Asimismo, los problemas de información asimétrica tienen un papel fundamental en la configuración y profundización de las crisis bancarias. Dado que las transacciones financieras involucran el intercambio de recursos en el presente por promesas de pago en el futuro, la asimetría de información entre los prestamistas y los prestatarios, con respecto al rendimiento de los proyectos que darán lugar al pago futuro de los créditos, eleva los riesgos y costes de las transacciones financieras y origina complicaciones que afectan al mercado de crédito (Amieva y Urriza, 2000). Los inconvenientes generados por la información asimétrica en mercados financieros se relacionan principalmente con la selección adversa y el riesgo moral, temas ampliamente estudiados en la literatura³.

Por otro lado, el riesgo de iliquidez acentúa los problemas de información asimétrica que caracterizan al negocio bancario. Al desconocimiento del riesgo de los prestatarios por parte de las entidades bancarias, se une el hecho de que frecuentemente los depositantes no conocen la calidad de las carteras de préstamo de los bancos a los que confían sus ahorros. La incertidumbre sobre la solvencia de las instituciones bancarias, implica que los depositantes se

³ Destacan los estudios realizados por Diamond (1984), Boyd y Prescott (1986), Williamson (1986) y Allen (1990) entre otros.

muestran especialmente sensibles a cualquier noticia o rumor que ponga en duda la capacidad financiera de estas entidades, permaneciendo siempre dispuestos a retirar masivamente sus depósitos como consecuencia de un pánico bancario (Neira, 2004).

La debilidad en la regulación y supervisión bancaria ha propiciado crisis al permitir controles internos muy pobres, prácticas ilegales en el otorgamiento de créditos, e incluso fraudes (Hausmann y Rojas-Suárez, 1996).

Otro problema que afecta a las crisis bancarias es la liberalización financiera. Ésta se caracteriza por eliminar controles sobre los tipos de interés, posibilitar la disminución de las reservas bancarias y propiciar una mayor competencia en los mercados financieros. Pero si esto se realiza de manera precipitada y sin supervisión, pueden incrementar los riesgos a los que se exponen los bancos y aumentar la probabilidad de que se genere una crisis bancaria (Latter, 1997). Kaminsky y Reinhart (1996) demostraron a través de un análisis empírico que muchas de las crisis bancarias habían sido precedidas, en alguno de los cinco años anteriores, por una liberalización financiera precipitada. Rojas-Suárez y Weisbrod (1996) establecen que en Argentina y Chile a principios de los años ochenta y en Argentina en 1995 la liberalización de los sistemas bancarios condujo a las crisis bancarias.

La participación estatal en la propiedad de los bancos y el otorgamiento de créditos, también han desempeñado un papel importante en la generación de crisis bancarias. Esto ocurre porque se involucran objetivos políticos de los gobiernos o intereses personales de los administradores de los bancos en la asignación de los créditos, afectando al sistema financiero, así como a su eficiencia y rentabilidad (Amieva y Urriza, 2000). La concesión excesiva de crédito durante época de expansión, constituye una causa importante de las crisis bancarias (Goldstein y Turner, 1996).

El tipo de cambio real es otro factor importante. La volatilidad del tipo de cambio real puede causar problemas bancarios cuando las monedas y los plazos entre los activos y los pasivos bancarios no coinciden, o cuando la variación en el tipo de cambio causa que los prestatarios incurran en pérdidas. (Amieva y Urriza, 2000). Kaminsky y Reinhart (1999) plantean que en el periodo previo a una crisis bancaria la tasa de cambio real está más apreciada de lo que es usual en periodos de tranquilidad financiera. Encuentran que un año antes de que ocurra una crisis la tasa de cambio se aprecia significativamente ⁴ (Martín-Aceña y Nogues-Marco, 2012).

⁴ Un 10% en relación con períodos de tranquilidad financiera (Martín-Aceña y Nogues-Marco, 2012).

A lo largo de la historia podemos encontrar en la literatura económica una serie de crisis bancarias que han afectado a la economía de multitud de países.

A finales de 1990 se produjo el derrumbe de los precios de las acciones en Japón, y más adelante también cayeron con fuerza los precios inmobiliarios. Se inició una larga etapa de bajo crecimiento económico que condujo a una gravísima crisis bancaria (Villarriño, 1999).

Es indudable que en las últimas décadas en Venezuela se han producido varias crisis bancarias. En enero de 1994 arranco la primera de ellas, cuando el segundo banco en importancia del país quebró, por lo que pareció en principio un problema circunstancial de liquidez. Como en un efecto dominó, otros bancos, grandes y pequeños, empezaron a sufrir las consecuencias. Pasados tres años el sistema volvía a estar saneado, con muchos bancos nuevamente privatizados, otros definitivamente cerrados y algunos vendidos a capitales extranjeros hasta que los bancos empezaron a utilizar los fondos de los ahorradores para comprar empresas, hacer colocaciones, comprar bonos, notas estructuradas, etc., en resumen, hacían con el dinero cualquier otro negocio diferente al de la intermediación financiera. Cuando varios de estos bancos de cierta importancia en el país no pudieron cumplir con sus obligaciones frente a sus clientes, lo que incluye la disponibilidad de fondos de depósitos y préstamos a personas, empresas, seguros e incluso otros bancos e instituciones financieras, se presentó la nueva crisis bancaria (Melgarejo, 2010).

También en 1994, se desarrolló la crisis bancaria de México. De acuerdo con Oddone (2004), una de las principales causas de esta crisis fue la recesión económica de Estados Unidos a inicios de la década de los 90 debido a las bajas tasas de interés bancario destinadas a combatir la recesión de 1990-91. Cientos de millones de dólares pasaron de las cuentas de ahorro norteamericanas a los fondos de más alto rendimiento, pero para obtener mayor rendimiento, los gerentes de los fondos tenían que obtener más altas ganancias y para conseguirlo enviaban su dinero a México. Cuando las tasas de interés de los EEUU volvieron a subir, los que habían depositado su dinero a México lo sacaron de forma masiva para volvérselo a llevar a EEUU. Con este retiro masivo de depósitos y déficit en la cuenta corriente, era sólo una cuestión de tiempo hasta que México agotara sus reservas de divisas (Esquivel y Viquez, 2006).

La crisis bancaria más reciente se remonta a la burbuja inmobiliaria de 2008 en EEUU. En plena recesión económica, la Reserva Federal (FED), decidió bajar la tasa de interés de Fondos Federales (*Federal Funds Rate*). Asimismo, la tasa hipotecaria fija a 30 años bajó

considerablemente⁵. Las familias compraron viviendas por un valor superior al que sus sueldos podían permitir suponiendo que si el precio seguía subiendo tenían constantes ganancias de capital. Los bancos prestaban dinero a clientes poco solventes (García, 2008). Para las instituciones financieras este mercado se convirtió en un magnífico negocio, tanto que se crearon opciones de crédito incluso para aquellos clientes que no eran solventes los llamados, “Clientes Sub-Prime” y a los que prestarles representaba un riesgo muy alto. La crisis llegó con la incapacidad de pago de los préstamos hipotecarios de miles de personas que tenían créditos Sub-Prime (Barcelata, 2010).

La siguiente figura y la siguiente tabla recogen las crisis bancarias más significativas y sus principales causas:

Figura 2.1: Ejemplos de crisis bancarias.



Fuente: Elaboración propia.

⁵ La Reserva Federal (FED), decidió bajar la tasa de interés de Fondos Federales (Federal Funds Rate) desde el 6.5% a 1%. Asimismo, la tasa hipotecaria fija a 30 años bajó en 2.5 %, pasando de un 8% a 5.5%; y las tasas de interés ajustables a un año pasaron de 7% a 4% (Federal Reserve, 2008).

Tabla 2.1: Causas de las crisis bancarias.

CAUSAS	
Proceso inadecuado de integración de mercados financieros a nivel internacional.	<ul style="list-style-type: none"> • Expansión de las crisis bancarias internacionalmente. • Efecto contagio.
Dudas sobre la solvencia de los bancos. Expectativas.	<ul style="list-style-type: none"> • Retiradas masivas de los depósitos. • Aumento de los tipos de interés.
Información asimétrica.	<ul style="list-style-type: none"> • Selección adversa. • Riesgo moral.
Riesgo de iliquidez.	
Regulación y supervisión insuficiente.	<ul style="list-style-type: none"> • Fraudes. • Prácticas ilegales en el otorgamiento de créditos.
Liberalización financiera.	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminación de controles. • Disminución de las reservas bancarias. • Aumento de riesgos.
Privatización.	<ul style="list-style-type: none"> • Crea un conflicto de intereses entre el interés político y el interés personal de los administradores de los bancos.
Concesión excesiva de crédito y de préstamos inmobiliarios.	<ul style="list-style-type: none"> • Desequilibrios macroeconómicos. • Disminución de la tasa de crecimiento económico. • Disminución de la capacidad de devolución de préstamos. • Burbujas inmobiliarias.
Inestabilidad en el tipo de cambio.	<ul style="list-style-type: none"> • Problemas bancarios cuando los activos y pasivos no están denominados en la misma moneda y los plazos entre activos y pasivos no coinciden. • Los prestatarios pueden incurrir en pérdidas.
Riesgo sistémico.	<ul style="list-style-type: none"> • La quiebra de un intermediario financiero genera desequilibrio en todo el mercado de capital

Fuente: Elaboración propia.

2.2.2. CRISIS MONETARIA

No existe unanimidad en la literatura sobre la definición de una crisis monetaria, a pesar de que es un tipo de crisis que se repite en numerosas ocasiones. Tal vez por esta falta de consenso, pueden encontrarse multitud de definiciones en la literatura académica.

- Para muchos autores una crisis monetaria es sinónimo de ataques especulativos y devaluación. Por ejemplo, Frankel y Rose (1996) definen una crisis monetaria como una situación que provoca una depreciación nominal del tipo de interés de al menos un 25 %, y esta depreciación supera la variación de los años anteriores en, al menos, un margen del 10%.
- Alternativamente, Von Hagen y Ho (2003) sostienen que una crisis monetaria se define como una situación en la que un fuerte descenso en la demanda de una moneda, conduce a una pérdida de reservas de divisas sustancial, o a un fuerte aumento de los tipos de interés a corto plazo, o a una devaluación de la moneda bajo presión, o a una combinación de los tres factores.
- Por su parte, Medina (2004) considera que todo proceso de crisis monetaria se inicia con un ataque especulativo contra la moneda nacional, justificado por la ganancia que recibe a cambio el especulador al comprar moneda extranjera que, de producirse la crisis, verá incrementado su valor. Sin embargo, dicho ataque especulativo no siempre termina en crisis. El desenlace dependerá de la capacidad que tenga el gobierno para intervenir en los mercados. Las autoridades podrán evitar una depreciación de la moneda introduciendo reservas para incrementar la oferta de divisas, o elevando los tipos de interés para hacer más atractiva la moneda nacional.

Los principales estudios de crisis monetarias comenzaron a desarrollarse con el trabajo de Krugman (1979), donde explica que este tipo de crisis ocurren porque el Banco Central financia el déficit fiscal mediante la impresión de dinero, lo que aumenta la tasa de crecimiento del crédito interno, que provoca a su vez un eventual colapso en el régimen de tipo de cambio fijo. Este trabajo pionero llevó a los hoy llamados modelos de primera generación, que analizaremos más adelante (De la Cruz, 2014).

Las crisis monetarias también son llamadas crisis monetarias autogeneradas. Autores como Vicéns et al. (2000) indican que son las expectativas de los propios agentes las que pueden provocar dichas crisis, incluso sin que se haya producido una alteración de la política

económica del gobierno. Se denominan crisis “autogeneradas” (*self-fulfilling*) ya que se produce un círculo entre los agentes del mercado y la política económica: Los primeros agentes se forman sus propias expectativas afectando a la actividad económica e influyen además sobre la política económica. Se dice, por tanto, que las expectativas se autocumplen. Si los agentes privados esperan una devaluación, los costes de mantener el tipo fijo se elevan y finalmente habrá que devaluar. Si esperan que no se devalúe, el gobierno podrá mantener el tipo de cambio fijo (García y Olivie, 2000).

Las políticas macroeconómicas inconsistentes dejan la economía al borde de las crisis. Las crisis monetarias son generadas porque la política macroeconómica tiene errores, debido a que existe incompatibilidad del tipo de cambio fijo y la movilidad perfecta de capital (Krugman, 1979). Esquivel y Larraín (2000) investigaron los factores determinantes de las crisis cambiarias en una muestra de 31 países⁶ y llegaron a la conclusión de que la causa principal para el desarrollo de una crisis monetaria es el aumento del tipo de cambio. Para estos y otros autores, las crisis monetarias son el resultado de la aplicación de políticas internas inconsistentes con el mantenimiento del tipo de cambio fijo en el largo plazo.

Los autores de los modelos de primera generación, de los cuales hablaremos más adelante, se basaron, principalmente, en que las crisis monetarias se dan por la existencia de una incompatibilidad en las políticas monetarias y fiscales (ambas expansivas) con el mantenimiento de un régimen cambiario fijo en el largo plazo y dificultades de liquidez. Los de Segunda Generación, por su parte, incorporan a los agentes privados, sus expectativas y la interacción con la política económica como generadores de episodios de crisis (Marull, 1998). Krugman (1979) decía que el problema estaba en la incompatibilidad entre la política de un gobierno y su promesa de mantener fijo el tipo de cambio, que acaba conduciendo a un ataque especulativo sobre su moneda y al colapso del régimen monetario.

El motivo por el cual un tipo de cambio fijo en el largo plazo provoca crisis monetarias es que en esta situación el banco central comienza a perder reservas con el objetivo de equilibrar el mercado monetario. Frente a esta situación de pérdida constante de reservas, los inversores, anticipándose a la desaparición de las reservas, realizarán un ataque especulativo a la moneda local que llevará a que las reservas decrezcan hasta un valor crítico (Krugman 1979 y Obsfeld 1986).

⁶ 15 países de ingresos altos y 16 de ingresos medios, de los cuales: 8 son de América Latina, 7 de Asia, 12 de Europa y 4 de otras regiones con datos anuales de 1975 a 1996 (Esquivel y Larraín, 2000).

Cabe destacar la opinión de algunos autores como Eichengreen y Wyplosz (1996), De Gregorio y Valdés (2001) y Kaminsky y Reinhart (1999). Estos autores concluyen que durante el período comprendido entre los años 1994-2000, el mercado internacional de capitales se caracterizó por tres episodios de crisis “contagiosas”: la crisis de México, la crisis de Asia y la crisis de Rusia. La propagación de estos episodios hacia regiones distantes en ocasiones sin que existan motivos aparentes, generó una intensa discusión con relación a mecanismos responsables de su transmisión. La crisis de Rusia, en agosto de 1998, se propagó hacia Brasil y Argentina, países distantes con los que Rusia no tiene relaciones comerciales significativas.

Un análisis estadístico minucioso de Kaminsky y Reinhart (1999) muestra que diferentes episodios de alta inestabilidad durante la década de los noventa impactaron con distinta intensidad en el precio de activos financieros en diferentes regiones y, dentro de éstas, entre distintos países. Para estos autores, Argentina y Brasil recibieron el impacto de la crisis de México por estar en la misma región y de la crisis de Rusia, por su importancia para centros financieros internacionales.

En resumen, en la opinión de De la Cruz (2014) una crisis monetaria se produce cuando la moneda de un país sufre una fuerte y rápida devaluación, afectando negativamente a la economía y originando una elevada inestabilidad en los tipos de cambio, provocando una pérdida de poder adquisitivo de la moneda. Fruto de todo esto, surge un ataque especulativo contra la moneda. Para resolver la situación las autoridades monetarias no tiene más remedio que subir sus tipos de interés para mantener el tipo de cambio y frenar la fuerte devaluación.

La literatura recoge bastantes ejemplos de episodios que podemos clasificar como crisis monetarias. Por ejemplo, Ozkan y Sutherland (1994) muestran que durante la segunda mitad de la década del noventa, Argentina presentaba condiciones macroeconómicas de vulnerabilidad a un ataque especulativo, e identifican esta vulnerabilidad como mecanismo de propagación de episodios de crisis internacionales. Además, la magnitud de su endeudamiento y la manera en que se financió constituyó otra fuente de contagio.

A continuación indicaremos cuáles han sido las crisis monetarias que más importancia han tenido en las últimas décadas y sus principales causas.

Figura 2.2: Ejemplos de crisis monetarias.



Fuente: Elaboración basada en lo anteriormente citado y en Edwards (1989), Guerra y Rodríguez (1998) y Félix (2009).

Tabla 2.2: Causas de las crisis monetarias.

CAUSAS	
Proceso inadecuado de integración de los mercados a nivel internacional.	<ul style="list-style-type: none"> • Propagación de las crisis. Episodios de “crisis contagiosas”.
Expectativas.	<ul style="list-style-type: none"> • Pánicos autocumplidos. • Crisis autogeneradas.
Regulación y supervisión insuficiente o incorrecta.	<ul style="list-style-type: none"> • Ataques especulativos contra la moneda nacional. • Depreciación de la moneda.
Inestabilidad del tipo de cambio.	<ul style="list-style-type: none"> • Ataque especulativo contra la moneda.
Políticas macroeconómicas inconsistentes e incompatibilidades entre políticas.	<ul style="list-style-type: none"> • Incompatibilidad entre el tipo de cambio fijo y movilidad perfecta de capital. • Incompatibilidad entre política monetaria y fiscal, lo que supone el mantenimiento del tipo de cambio fijo. • Las políticas inconsistentes provocan la especulación de la moneda y el colapso del régimen cambiario.
Riesgo de iliquidez.	
Expansión del crédito interno.	<ul style="list-style-type: none"> • Colapso en el régimen de tipo de cambio fijo.

Fuente: Elaboración propia.

2.2.3. CRISIS FINANCIERAS

Se entiende por crisis Financiera “*un deterioro agudo, breve y ultra cíclico de todos o la mayoría de los grupos de indicadores financieros: tipo de cambio, tipos de interés, precios de*

los activos reales o financieros y quiebra de las instituciones financieras.” (Kindleberger, 1988).

Por otro lado, el Fondo Monetario Internacional (2008) denomina crisis financiera a *“la pérdida de confianza en el tipo de cambio o en el sistema bancario, ocasionada por el efecto de las variaciones en el precio de los activos, o una interrupción del crédito o de los flujos financieros internacionales, haciendo evidentes las necesidades financieras de las economías afectadas”*.

El término crisis financiera se suele utilizar en un sentido genérico, para hacer referencia a la situación en la que un país sufre una crisis económica que no tiene su origen en la economía real del país, sino que está fundamentalmente asociada a problemas del sistema financiero o del sistema monetario (Gutiérrez, 2014).

Un sistema financiero cumple una función trascendental en una economía, pues canaliza fondos de los ahorradores (sean internos o externos) a los inversores; es decir, es un intermediario entre los depósitos y las inversiones. Si el sistema financiero no cumple su función de manera adecuada, la economía no podrá funcionar con eficiencia, lo que afecta de modo negativo al crecimiento económico del país. Una crisis financiera alude a un desorden en los sistemas financieros que impiden que estos cumplan con la mencionada función (Parodi, 2009); lo cual a su vez conlleva a una contracción de la actividad económica (Mishkin, 1991).

En muchas ocasiones las crisis financieras se identifican con crisis bancarias, pese a que los bancos son sólo una parte, aunque muy importante, del sistema financiero (Eichengreen y Rose, 1998).

Podemos encontrar algunas causas de las crisis financieras que son comunes a la mayoría.

Los problemas de información asimétrica suponen una de las causas de las crisis financieras. Surgen por la combinación de seguros de depósito con unos sistemas de regulación y supervisión bancaria inconsistente y permisiva, lo que causa dificultades resultantes de una liberalización prematura del sistema financiero sin haber fortalecido previamente estos mecanismos de regulación y supervisión. (Neira y Jiménez, 2004). La selección adversa y el riesgo moral son causas de los problemas de información asimétrica. Los bancos otorgan créditos que en el futuro no pueden recuperar debido a que no seleccionaron adecuadamente a sus clientes, y los préstamos otorgados por un banco es utilizado por el prestatario en algo de mayor riesgo que lo planteado al solicitar el crédito (Girón, 2002).

Los problemas de información asimétrica se incrementan cuando se da aumento en la tasa de interés, originado por un aumento de la demanda de créditos o una contracción de la oferta monetaria, porque los inversionistas con buenos proyectos no estarán dispuestos a tomar préstamos, mientras que los que tienen mayores riesgos sí (Parodi, 2009). Además, el excesivo endeudamiento no cubierto y políticas de concesión de préstamo que no valoran adecuadamente el riesgo de los prestatarios, suponen la generación excesiva de crédito y favorecen la aparición (y posterior ruptura) de burbujas especulativas (Neira y Jiménez, 2004).

Otra de las causas que determinan estas crisis hace referencia al llamado "efecto dominó" o riesgo sistémico, que se produce cuando la quiebra de un intermediario financiero genera un desequilibrio en todo el mercado de capital. Este riesgo tiene tres principales causas: cambios abruptos en el precio de los activos, interconexiones entre los intermediarios, y ataques especulativos (Girón, 2002).

Asimismo, existen mecanismos de propagación de crisis financieras: canales comerciales y similitudes macroeconómicas (Eichengreen et al; 1994), proximidad geográfica (De Gregorio et al; 1999), sobrevaluación del tipo de cambio y sistema bancario débil (Sachs et al; 1996) y relaciones de interdependencia que genera el mercado internacional de capitales (De Gregorio y Valdés, 1999; Kaminsky y Reinhart, 2000). Los mecanismos de propagación causan crisis "contagiosas". Éstas ponen en evidencia que las dificultades en los mercados financieros locales se difunden entre los países de los diferentes continentes, debido a que los mercados financieros globalizados de hoy en día están estrechamente interconectados (Silvanna, 2008).

Hay que añadir, que la existencia de un sistema financiero que no esté bien regulado implica la existencia de una red mediante la cual los problemas se interconectan y afectan a muchos actores, y la opacidad de la información, lo que provoca que los diferentes actores tengan distintos niveles de información sobre la calidad de los activos y las características de los pasivos de los intermediarios financieros (información asimétrica) (Machinea, 2009). La integración de los mercados a nivel internacional provocaba el ya explicado anteriormente "efecto contagio" en las crisis financieras (Toribio, 2012).

A continuación, vamos a exponer algunos de los casos más relevantes de crisis financieras.

Durante el período comprendido entre los años 1994-2000, el mercado internacional de capitales se conmovió por tres graves episodios de crisis "contagiosas": la crisis de México, la crisis de Asia y la crisis de Rusia. La propagación de estos episodios hacia regiones distantes en

ocasiones sin que existan motivos aparentes, generó una intensa discusión con relación a mecanismos responsables de su transmisión. En este sentido, las relaciones comerciales tuvieron un importante papel en la difusión de la crisis del Sistema Monetario Europeo de comienzos de los noventa. Sin embargo la crisis de México se propagó hacia países latinoamericanos que están en una misma región y que prácticamente no tienen relaciones comerciales (Silvanna, 2008).

La crisis financiera en Rusia de 1998, también conocida como “la crisis del rublo”, refleja una de las razones principales de la quiebra financiera de Rusia, constituyó una de las etapas más difíciles para el país más extenso del mundo (Giribets, 2009).

La crisis Rusa comenzó el 17 de Agosto de 1998. Rusia anteriormente se había financiado, con bonos que pagaban una tasa elevada, y generaban un elevado déficit público. Este día se anunció la reestructuración de la deuda pública y con ello, una devaluación de la moneda local (el descenso de los precios del petróleo fue el principal causante de la devaluación). Se puede decir que esta crisis estuvo dentro de las denominadas “crisis de primera generación”, de las cuales hablaremos más adelante. Los problemas para Rusia que vinieron de la crisis del sudeste asiático, son los problemas de adecuación de su sistema bancario a las normas internacionales de regulación, lo que añadía problemas de riesgo moral a las operaciones financieras (Pozo, 2008).

Hay autores⁷ que encuentran una estrecha relación entre las crisis de Asia Oriental, Rusia, Brasil, Argentina y otros países desarrollados. En particular, las experiencias de Rusia y de esos países latinoamericanos muestran una misma secuencia recurrente a lo largo de tres fases:

- En una primera fase aparecen los factores que desatan una dinámica de endeudamiento externo de los agentes económicos nacionales. El gobierno incrementa la emisión de títulos de deuda en moneda nacional y en divisas (en parte para pagar deudas anteriores), mientras que los bancos y/o las empresas reciben préstamos extranjeros.
- Durante la segunda fase se acentúa el sobreendeudamiento externo debido a que persisten los factores que desataron esa dinámica (déficit del presupuesto estatal; debilidad financiera de los bancos y empresas) a los que se suman las obligaciones de pago derivadas del aumento de las deudas exteriores contraídas en la fase anterior. El gobierno continúa emitiendo deuda pública y recurre a mayores préstamos externos,

⁷ Pueden consultarse Arkhipov (1999), Brown (1999), Buchs (1999), Dyker (2000), Granville (1999), Illarionov (2000), Liasko (1999), Sapir (1999,1999a), Slay (1999) y Tikhmirov (2000).

igual que hacen los bancos, promoviendo la entrada creciente de capital a corto plazo. El fuerte aumento de capital externo supone problema de liquidez de la economía a la vez que se aprecian problemas para mantener el tipo de cambio fijo, lo que supone al banco central un mayor gasto de divisas para defender la estabilidad nominal de la moneda.

- Finalmente, en una tercera fase, los deudores internos no generan ahorro suficiente para atender a la deuda externa por lo que precisan de mayores aportaciones de capital exterior, en tanto que el banco central encuentra más dificultades para mantener el tipo de cambio fijo. La reserva de divisas disminuye considerablemente y predomina tanto la solvencia de los deudores para afrontar sus pagos, como la capacidad del banco central para sostener a su moneda (Boletín económico de ICE, 2002).

El último episodio de crisis financiera, que además aún estamos padeciendo es la crisis financiera de Estados Unidos que comenzó en 2008, sobre la cual hablaremos en profundidad en el tercer apartado.

En resumen, las crisis financieras más destacables y sus principales causas fueron las siguientes:

Figura 2.3: Ejemplos de crisis financieras.



Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2.3: Causas de las crisis financieras.

CAUSAS	
Proceso inadecuado de integración de los mercados financieros a nivel internacional.	<ul style="list-style-type: none"> • Efecto contagio. • Propagación de las crisis de forma internacional.
Información asimétrica.	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo moral. • Selección adversa.
Riesgo de iliquidez.	
Regulación y supervisión insuficiente o incorrecta.	<ul style="list-style-type: none"> • Expansión de los problemas financieros. • Opacidad de información. (información asimétrica).
Concesión excesiva de crédito.	<ul style="list-style-type: none"> • Burbujas especulativas.
Riesgo sistémico.	<ul style="list-style-type: none"> • La quiebra de un intermediario financiero genera desequilibrio en todo el mercado de capital. • Cambio en los precios de los activos. • Ataques especulativos.

Fuente: Elaboración propia.

2.3. SEGUNDA CLASIFICACIÓN

2.3.1. INTRODUCCIÓN

La segunda clasificación de las crisis, consiste en diferenciar tres modelos de generación, en los cuales se clasifican las crisis financieras. Los modelos de primera generación se basan en los trabajos iniciales de Krugman (1979) y establecen que los procesos de crisis se generan cuando el deterioro en los fundamentos económicos es incompatible con el tipo de cambio. La inestabilidad del tipo de cambio induce a pérdidas de reservas que provocan ataques especulativos. La crisis es inevitable y predecible. Otros trabajos más recientes son los de Krugman y Rotemberg (1991), que han actualizado el modelo, y Flood et al. (1996) que han incorporado nuevos aspectos a esta generación (Herrarte y Vicens, 2000).

Los modelos de segunda generación tratan de definir un episodio de crisis desde una perspectiva opuesta a los de primera generación, es decir, no existe una política económica

inconsistente que induce a que la crisis tenga lugar, al contrario, la crisis tiene lugar y es ella la que provoca un cambio en la política económica. Mientras que los modelos de primera generación se basan en que los fundamentos económicos son los que empujan a la economía a una crisis, los modelos de segunda generación defienden que son las expectativas que tienen los agentes económicos sobre cómo evolucionarán las variables macroeconómicas las que provocan una crisis financiera que podría haber sido evitada (Calvo, 1995, Cole y Kehoe, 1996, Obstfeld 1994, 1996, Sachs et al; 1996 y Drazen 1998).

Los problemas en los mercados asiáticos de finales de la década de los noventa, se caracterizaron por un desplome de los regímenes de tipo de cambio fijo y de las instituciones bancarias. Aunque algunos autores afirman que estas crisis fueron esencialmente monetarias (donde el propio régimen de tipo de cambio fijo facilitó el endeudamiento en moneda extranjera y el posterior colapso de las entidades bancarias), otros mantienen la postura de que se gestaron en el sector bancario de las economías domésticas. No obstante, todavía existe un tercer grupo de autores que sugiere que las crisis monetarias y bancarias estuvieron estrechamente relacionadas, produciéndose simultáneamente. Para dar una explicación a todo esto surgieron los Modelos de Tercera Generación o “De crisis gemelas” (Neira, 2004).

2.3.2. MODELO TEÓRICO DE PRIMERA GENERACIÓN: CRISIS DE BALANZA DE PAGOS

Los modelos de primera generación se definen como aquellos que explican las crisis como una incompatibilidad entre la política cambiaria y fiscal de un gobierno. Los modelos iniciales de primera generación parten del supuesto de que mantener el tipo de cambio de un país estable se hace insostenible debido a la expansión del crédito interno, lo que da lugar a una disminución de las reservas de moneda extranjera del Banco Central del país (Herrarte y Vicéns, 2000). Un supuesto importante es que existe un mínimo de reservas internacionales por debajo del cual no está permitido seguir adquiriendo reservas aunque el banco central puede seguir endeudándose externamente por lo podría llegar a mantener una posición de reservas netas negativas. Esta es una característica exclusiva de los modelos de primera generación, ya que en los de la segunda y tercera no se contempla mantener posiciones de reservas netas negativas al banco central. Simplemente se agotan las reservas que se tenían y no queda otra solución que devaluar (Larrosa, 1999).

Los primeros modelos teóricos surgen a finales de los años 70, inspirados en el modelo sobre la fijación del precio de un recurso no renovable planteado por Salant y Henderson (1978). Estos autores propusieron un modelo en el que se fija el precio de un bien no renovable, por ejemplo el oro, y en el que el intento de que no se eleve dicho precio lleva a las autoridades

a vender oro, con lo que finalmente se agotarían sus reservas de dicho bien. Antes de que se produzca el total agotamiento de las reservas, los agentes privados obtienen un beneficio comprando el oro a un precio fijo, que es menor que el precio que alcanzará el oro tras el agotamiento de las reservas (que conlleva el abandono del precio fijo). Así, se produce un ataque especulativo que adelanta el agotamiento de las reservas de oro (Fernández-Muro y Olivé, 1999).

Respecto a la disminución de las reservas, Krugman en 1975 construyó un modelo simple en el que la defensa de la paridad por parte del banco central es abandonada tan pronto se agotan las reservas de divisas. La continua expansión del crédito provoca una progresiva disminución de las reservas. De esta manera se pone de manifiesto que la capacidad del banco central para evitar la depreciación de la moneda nacional está condicionada por su dotación de reservas internacionales (Ripoll, 2003).

Sobre esta base, en 1979 Paul Krugman adapta el modelo de Salant y Henderson (1978) para explicar las crisis de balanza de pagos. Demostraba en su modelo que con un régimen de tipo de cambio fijo, la financiación del déficit público mediante emisión de nueva moneda, conduce a una disminución paulatina de las reservas del Banco Central, dando lugar a una pérdida de confianza por parte de los agentes en el mantenimiento de la paridad de la moneda. Esta pérdida de confianza provoca un ataque especulativo contra la divisa, que acaba agotando definitivamente las reservas del gobierno, obligándole a abandonar el tipo de cambio fijo y a dejar flotar libremente la moneda.

Un factor explicativo relevante de la pérdida de reservas que conduce a la crisis es la aceleración en la expansión del crédito interno. En 1984, Connolly y Taylor desarrollan un estudio en el que, partiendo de una economía bajo un régimen de tipo de cambio deslizante (*crawling peg regime*), demuestran que cuando el crédito interno crece a un ritmo mayor que la depreciación de la moneda, se produce un ataque especulativo contra las reservas del Banco Central provocando el colapso del sistema de tipo de cambio.

Ante un ataque especulativo, el gobierno puede endeudarse externamente para aumentar el nivel de reservas logrando posponer el ataque y corrigiendo su política económica interna. Este tema es analizado por Buitier (1987), quien descubre que si las reservas internacionales pagan la tasa de interés internacional, la fecha del colapso se pospone de manera indefinida independientemente de las operaciones a mercado abierto para aumentar las reservas.

Según Salant y Henderson (1978), Krugman (1979) y Flood y Garber (1984) las condiciones básicas por las que se producía una crisis de primera generación se enfocaban principalmente hacia los deterioros progresivos en las condiciones económicas que impedían sostener la fijación del tipo de cambio.

Por otro lado, el modelo planteado por Buiter (1987) antes señalado, no consigue llegar a determinar el momento del tiempo en el que se produce el colapso del régimen, por lo que posteriormente surgen varios trabajos que intentan ampliar lo inicialmente expuesto por Krugman (1975) hasta conseguir determinar cuál es este momento.

Así, Flood y Garber (1984) plantearon un modelo lineal en el que explican que el colapso de un régimen de tipo de cambio fijo se produce debido a un exceso de crecimiento del crédito interno, derivando en una disminución de las reservas del Banco Central y provocando el colapso del régimen en el momento en que estas se agotan. La aportación de Flood y Garber respecto al modelo inicial, es que dichos autores establecen cómo determinar el momento del tiempo en el cual se produce la caída del régimen, así como el tipo de cambio de la moneda tras la crisis.

Otra propuesta la hallamos en el trabajo de 1984 de Connolly y Taylor. Éste parte de una economía en la que se sigue un régimen de tipo de cambio deslizante (*crawling peg regime*), es decir, la moneda es devaluada a lo largo del tiempo, pero la tasa de depreciación es anunciada con anterioridad, por lo que los agentes conocen cuál va a ser el nuevo tipo de cambio. Si la política monetaria del gobierno es demasiado expansiva, el régimen del tipo de cambio deslizante se colapsará y el país pasará a un régimen de tipo de cambio completamente flexible.

Finalmente se destaca el trabajo realizado por Obstfeld y Maurice (1984)⁸ que trata de determinar el momento del tiempo en el cual se produce la crisis de balanza de pagos, en función de la cuantía de la devaluación esperada (cuanto mayor es la devaluación esperada antes se produce la crisis), y en función de las expectativas sobre la duración del período de transición durante el cual el tipo de cambio fluctúa libremente.

Podemos identificar la crisis de Argentina de 2000/2001 como principal ejemplo de crisis de Primera Generación. Las causas de esta crisis han sido ampliamente debatidas. En resumen, cabe señalar dos interpretaciones. La primera explicación es la de la incompatibilidad entre el régimen cambiario y unas políticas fiscales imprudentes (Mussa, 2002), de manera que se habría

⁸ El trabajo desarrollado por Obstfeld parte del modelo lineal inicialmente desarrollado por Flood y Garber (1984).

tratado claramente de una crisis de primera generación. La segunda explicación se basa en la contracción repentina “*sudden stop*” de los mercados internacionales de capital tras la crisis rusa de agosto de 1998 (Calvo et al., 2003), lo cual indicaría que esta crisis sufrió el “*efecto contagio*”.

A continuación se recogen las principales crisis de Primera Generación y sus correspondientes causas.

Figura 2.4: Ejemplos de crisis de Primera Generación.



Fuente: Elaboración propia.

La siguiente tabla es un resumen de las causas más frecuentes de las crisis de primera generación.

Tabla 2.4: Causas de las crisis de Primera Generación.

CAUSAS	
Proceso inadecuado de integración de los mercados financieros de forma internacional.	<ul style="list-style-type: none"> • Efecto contagio.
Políticas inconsistentes e incompatibilidad entre políticas.	<ul style="list-style-type: none"> • Incompatibilidad entre la política cambiaria y la política fiscal.
Expectativas	<ul style="list-style-type: none"> • Cuanto mayor es la devaluación esperada antes se produce la crisis de balanza de pagos.
Inestabilidad del tipo de cambio.	<ul style="list-style-type: none"> • Disminución de las reservas de moneda extranjera del BC.
Expansión del crédito interno.	<ul style="list-style-type: none"> • Disminución de las reservas.
Ataques especulativos.	<ul style="list-style-type: none"> • Agotamiento de las reservas. • Endeudamiento.

Fuente: Elaboración propia.

2.3.3. MODELO DE SEGUNDA GENERACIÓN: CRISIS CAMBIARIAS AUTOGENERADAS

Los modelos de Segunda Generación incorporan equilibrios múltiples⁹, esto es, consideran una interacción entre el sector privado y el comportamiento del gobierno, dando pie a múltiples soluciones. Es decir, la filosofía de los modelos de Segunda Generación se basa en considerar que en toda economía existe una interrelación entre el comportamiento del sector privado y las decisiones que toma el sector público (Lomelí, 2012).

Los episodios de este modelo también se denominan crisis “autogeneradas” (self-fulfilling), ya que se produce un círculo en las actuaciones de los distintos agentes económicos, tanto públicos como privados. Los agentes se forman sus expectativas y de esta forma afectan a la actividad económica e influyen además sobre la política económica. (Herrarte y Vicéns, 2000). El primer trabajo realizado en esta línea es planteado por Obstfeld en 1994, en el que hace referencia a que las expectativas de los agentes sobre una futura devaluación de la moneda dan lugar a un incremento de los costes salariales que se traduce en un incremento de precios.

Es importante destacar que en los modelos de primera generación el origen de la crisis está en la incompatibilidad entre la política cambiaria y fiscal, mientras que en la segunda generación está en las expectativas de devaluación y no en el comportamiento del gobierno (Lomelí, 2012).

Dentro del modelo de Segunda Generación cabe destacar otros dos trabajos:

- El primero es el planteado por Flood y Marion en 1997. Continuando con el trabajo de Obstfeld (1994) parten del supuesto de que los salarios de un periodo se fijan en el periodo anterior, basándose fundamentalmente en las expectativas que el mercado laboral tiene sobre la política económica que llevará a cabo el Gobierno en ese periodo. Si los agentes económicos prevén una posible devaluación de la moneda, esto quedará reflejado en las negociaciones salariales lo que provocará desequilibrios económicos, como la elevación de los salarios para proteger el nivel adquisitivo ante una probable devaluación y la consecuente elevación del nivel de precios del país, entre otros.

⁹ Sobre lo anterior Krugman plantea que los equilibrios múltiples son, paradójicamente, menos probables cuando los fundamentos económicos son malos. Cuando los fundamentos económicos son claramente inconsistentes con el sistema de TC fijo, los inversores no tienen dudas de que la crisis ocurrirá, y el modelo rápidamente converge a un equilibrio en el que la moneda es atacada y devaluada. Sólo cuando los fundamentos son lo bastante buenos y los inversores dudan entre si habrá crisis, o no, es cuando se puede plantear la existencia de equilibrios múltiples (Krugman, 1998).

- El segundo trabajo es el de Bensaid y Jeanne (2000), en el que se considera que un país trata de fijar su moneda respecto a la moneda de un país extranjero. El país determina el tipo de interés nominal de tal manera que le permita mantener la paridad, mientras que el país extranjero fija su política monetaria en función de conseguir sus propios objetivos políticos. Ante las expectativas de devaluación de la moneda nacional el gobierno puede optar por defender la moneda lo que le obligaría a elevar los tipos de interés generando un coste para la economía. Para evitar el coste de defender la moneda el gobierno puede decidir abandonar el sistema de tipo de cambio fijo lo que también genera un coste, asociado a la pérdida de reputación.

La dinámica de la crisis en este trabajo presenta la característica de “autogeneración” típica de los modelos de segunda generación, por la cual las expectativas de devaluación se retroalimentan en la medida que el gobierno defiende la moneda, lo que acaba terminando en una devaluación basada en expectativas. La crisis aparece cuando los agentes del mercado comienzan a esperar una devaluación, lo que provoca incrementos en las tasas de interés nominales, incrementando con ello el coste de permanecer en un sistema fijo. A la vez, el hecho de que este coste se incremente, aumenta las expectativas de devaluación; lo que a su vez hace incrementar más el coste, entrando en un círculo vicioso que termina cuando el coste de permanecer en el sistema es tan elevado que el Gobierno decide devaluar (Herrarte y Vicens, 2000)¹⁰.

Para finalizar, los últimos estudios realizados en ésta línea se han centrado en los *efectos contagio*¹¹.

- El primer desarrollo teórico que trata esta cuestión es el presentado por Gerlach y Smets (1995) Estos autores consideran dos países unidos por el comercio de mercancías, en el cual, una depreciación de una de las monedas se contagia al otro país a través de diferentes canales:

¹⁰ Diamond y Dিবvig (1983) y Goldfajn y Valdés (1995) distinguen entre dos tipos de crisis “autogeneradas”: Las cambiarias y las bancarias (Herrarte y Vicens, 2000).

¹¹ Se utilizan dos variables para medir el contagio, el apetito de riesgo y el clúster. El apetito de riesgo, variable creada por Morgan, se mide por la relación entre las ganancias y el riesgo de las inversiones (ponderación de tipos de interés diferenciales a largo plazo y tipo de cambio). La variable clúster intenta medir el contagio por regiones y es una medida de cómo una crisis de un país geográficamente próximo puede afectar a otro (Morgan, 1998).

- 1) Incremento de la competitividad de las exportaciones de mercancías del país, que producen un déficit comercial del segundo país y una disminución de las reservas internacionales de su propio banco central.
 - 2) Una reducción en el precio de las importaciones del segundo país que conduce a una disminución del índice de precios al consumo y de la demanda de dinero nacional por parte de los residentes del primer país, lo que genera un incentivo para cambiar moneda nacional por moneda extranjera reduciéndose las reservas de su banco central.
- Por su parte, Masson (1998) muestra cómo la crisis de un país hace más probable la crisis en otros países al aumentar las expectativas de devaluación de esos países.

Al igual que en la primera generación, en la segunda también se da el efecto denominado “*herding behaviour*”. Calvo y Mendoza (1997) lo analizan basándose en el comportamiento de los inversores, que crece a medida que se amplía el mercado financiero, y que puede provocar crisis en países que, a priori, no tienen ningún problema económico interno.

Entre las principales crisis de esta generación, cabe destacar la de Chile en 2000, cuyas causas se pueden atribuir al contagio tras la crisis mexicana en 1994 (efecto tequila) y la ocurrida en Brasil en 1999 (Lomelí, 2005).

Las siguientes tablas recogen las crisis de segunda generación más significativas y sus principales causas.

Figura 2.5: Ejemplos de crisis de Segunda Generación.



Fuente: Elaboración propia.

A modo de resumen, la siguiente tabla recoge las causas más características de las crisis de segunda generación:

Tabla 2.5: Causas de las crisis de Segunda Generación.

CAUSAS	
Proceso inadecuado de integración de mercados financieros a nivel internacional.	<ul style="list-style-type: none"> • Depreciación de la moneda. • Aumento de las expectativas de devaluación. • Efecto contagio.
Expectativas.	<ul style="list-style-type: none"> • Crisis “autogeneradas”.
Inestabilidad en el tipo de cambio.	<ul style="list-style-type: none"> • Abandono del tipo de cambio fijo.

Fuente: Elaboración propia.

2.3.4. MODELO DE TERCERA GENERACIÓN: CRISIS GEMELAS

Resulta complicado encontrar una definición exacta del concepto “crisis gemelas”. Por ejemplo, Von Hagen y Ho (2003) se refieren a éstas como la relación mutua que existe entre las crisis bancarias y las monetarias. Del mismo modo, a efectos empíricos, Glick y Hutchinson (1999) las definen como casos en los que una crisis bancaria es acompañada por una monetaria ya sea en el año previo, presente, o siguiente. Finalmente, Kaminsky y Reinhart (1999) interpretan las crisis gemelas como episodios en los que el comienzo de una crisis bancaria es seguido por una crisis monetaria dentro de los 48 meses posteriores (Neira, 2004).

Los modelos de segunda generación, anteriormente señalados, mostraron bastantes limitaciones para explicar la crisis que surgieron en varios países asiáticos entre 1997 y 1998: Tailandia, Indonesia, Malasia, Corea y Filipinas, entre los más afectados (Cerón, 2008). Hasta mediados de la década pasada, las crisis monetarias y las crisis bancarias habían sido tratadas en la literatura económica como temas independientes. Sin embargo, los frecuentes sucesos de crisis gemelas que afectaron en los últimos treinta años a un gran número de economías, tanto emergentes (Malasia, Tailandia y Corea en el periodo 1997-1998, Chile en 1982, México en 1994, Argentina en el 2002) como desarrolladas (Finlandia y Suecia a principios de los 90) hicieron evidente la necesidad de replantear este enfoque, dando origen a una incipiente literatura sobre el tema.

- El primer estudio fue desarrollado por Mckinnon (1998) y Corsetti et al. (1999); en sus estudios se destaca el crecimiento excesivo del crédito debido al riesgo moral. El go-

bierno ofrece, de manera implícita o explícita, unas garantías en virtud de las cuales se puede esperar el rescate financiero (*bail-out*)¹² por parte del Estado de inversiones poco rentables de empresas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras. En este escenario, los inversores nacionales y extranjeros infravalorarán los riesgos asociados a cualquier inversión en activos financieros y tenderán a asumir posiciones mucho más arriesgadas de lo que lo harían en otras circunstancias. Básicamente, su estrategia se construye sobre la hipótesis de que cualquier operación ofrecerá siempre el mejor de los resultados posibles y que, en caso contrario, el gobierno intervendrá para compensar las operaciones poco beneficiosas. Entonces, la percepción de riesgo por parte de los agentes que operan en los mercados de divisas será prácticamente nula y en consecuencia se embarcarán en una dinámica de endeudamiento excesivo, reforzada por la presencia de instituciones privadas débilmente reguladas y por la posibilidad de acceder a unos tipos de interés artificialmente bajos (Ripoll, 2003).

- Kaminsky y Reinhart (1999) realizaron el segundo estudio relacionando las causas de las crisis monetarias y bancarias. Analizando una muestra de 76 crisis monetarias y 26 crisis bancarias correspondientes a 20 países en el período comprendido entre 1970 y 1995, encuentran un patrón en la dinámica de las crisis gemelas, según el cual la entrada de una economía en un período de recesión afecta a la estabilidad del sistema bancario. Los resultados que estos autores obtienen apuntan a que la probabilidad de que una economía incurra en una crisis cambiaria aumenta cuando ésta ha padecido una crisis bancaria¹³.
- Chang y Velasco (1998) desarrollaron un tercer trabajo analizando la combinación entre pánicos bancarios y aspectos “self-fulfilling”. En ellos se considera que una falta de liquidez en el sistema bancario es una condición necesaria y suficiente para la existencia de una crisis. Se parte del análisis de Diamond y Dybvig, (1983) que partiendo de una economía cerrada consideran relevante el papel del banco cuando existen problemas de liquidez de los depositantes. Chang y Velasco (1998), Radelet y Sachs (1998), Allen y Gale (1998), o Goldfajn y Valdés (1997), extienden el enfoque de Diamond y Dybvig al caso de una economía

¹² Como señala Díaz-Alejandro (1985) las expectativas de una compensación en el futuro no tienen que basarse necesariamente en un compromiso explícito o en una política del gobierno. Las acciones de “*bail-out*” pueden ser racionalmente anticipadas por los agentes nacionales y extranjeros, a pesar de que el gobierno haya rechazado, explícitamente, futuras intervenciones y garantías a favor de empresas y bancos, por un problema de inconsistencia temporal, inherente al azar moral y que tiende a minar la credibilidad de las autoridades económicas.

¹³ Estas conclusiones son el producto de su trabajo (*The Twin Crises*).

abierta. Estos autores muestran que los pánicos financieros pueden provocar crisis bancarias y monetarias simultáneas bajo un sistema tipo de cambio fijo.

Al analizar la literatura podemos observar que hay autores que creen que los problemas en el sistema bancario son causados por los problemas del sistema monetario, y hay quienes, por el contrario, creen que son éstos quienes causan problemas en el sistema bancario. A continuación resumimos esta clasificación.

- **Los problemas del sistema monetario afectan al sistema bancario:** Los bancos pueden presentar problemas de fragilidad financiera, ya sea como consecuencia de un excesivo endeudamiento no cubierto en moneda extranjera, o de la presencia de fuertes asimetrías entre los vencimientos de las partidas de activo y de pasivo de sus correspondientes balances. Las perturbaciones procedentes de una crisis monetaria pueden debilitar esta posición financiera inestable de los bancos tanto de una forma directa como indirecta. Respecto al efecto directo, si los bancos están expuestos a un riesgo monetario no cubierto (como consecuencia de un excesivo endeudamiento en moneda extranjera), una devaluación puede causar un fuerte deterioro de sus cuentas de pasivo. Esto es lo que se denomina “*efecto de hoja de balance*” (Krugman, 1999; Zhu, 2003). En lo que se refiere al efecto indirecto, cuando el banco central defiende un tipo de cambio fijo mediante elevaciones de los tipos de interés, puede producirse un aumento del número de créditos morosos de las entidades bancarias (Obstfeld, 1994).
- **Los problemas del sistema bancario afectan al sistema monetario:** Obstfeld (1994) sostiene que un sector bancario débil puede precipitar una crisis monetaria, si los especuladores racionales anticipan que los políticos no estarán dispuestos a sacrificar la estabilidad de los bancos domésticos por defender el tipo de cambio fijo. Igualmente, este autor destaca que en períodos de presiones especulativas, la presencia de un sector bancario frágil y endeudado puede perjudicar a la capacidad del banco central para sostener el valor de su moneda mediante elevaciones de los tipos de interés a corto plazo. Alternativamente, otros autores (Dooley, 1997; Krugman, 1998; McKinnon y Pill, 1996) sostienen que la posibilidad de que la relación entre la crisis bancaria y la crisis monetaria se debe fundamentalmente a la intervención del gobierno y a un sistema financiero mal regulado. Relacionando esto con los modelos de crisis monetarias de primera generación, un banco central que financie el rescate de las instituciones bancarias insolventes mediante la creación de dinero puede afectar gravemente a la economía (Neira y Jiménez, 2004).

Las crisis de la tercera generación más significativas y sus principales causas fueron las siguientes:

Figura 2.6: Ejemplos de crisis de Tercera Generación.



Fuente: Elaboración propia con base en (Sotelsek y Pavón, 2008), (Girón, 2002) y (Giribets, 2011).

La siguiente tabla recoge las principales causas de las crisis de tercera generación:

Tabla 2.6: Causas de las crisis de Tercera generación.

CAUSAS	
Regulación y supervisión incorrecta.	<ul style="list-style-type: none"> Inadecuada intervención del gobierno y sistema financiero mal regulado.
Especulación.	<ul style="list-style-type: none"> Dificultad para mantener la paridad.
Problemas de balance.	<ul style="list-style-type: none"> Si los bancos tienen un excesivo endeudamiento en moneda extranjera, una devaluación puede provocar un fuerte deterioro de sus cuentas de pasivo. (Efecto hoja de balance).
Información asimétrica.	<ul style="list-style-type: none"> Provoca riesgo moral. Selección adversa.
Riesgo de iliquidez.	<ul style="list-style-type: none"> La falta de liquidez es condición necesaria y suficiente para que se produzca una crisis.
Inestabilidad en el tipo de cambio.	<ul style="list-style-type: none"> Bajo un sistema de tipo de cambio fijo, los pánicos financieros pueden causar crisis bancarias y monetarias simultáneamente. Cuando el Banco Central defiende el tipo de cambio fijo elevando el tipo de interés aumentan los créditos morosos de las entidades bancarias.

Fuente: Elaboración propia con base en lo anteriormente citado.

3. CRISIS FINANCIERA ACTUAL: PRINCIPALES CAUSAS

Según diversas aportaciones teóricas, un primer aspecto que hay que tener en consideración respecto a la actual crisis financiera es que, en gran medida es el resultado de la política monetaria aplicada por el gobierno de EEUU en los últimos años (Barcelata, 2010). En primer lugar, las autoridades financieras cometieron una serie de errores de política macroeconómica y de regulación, que propiciaron comportamientos inadecuados tanto en el mercado inmobiliario como en el mercado financiero (Nadal, 2008).

Las causas son muchas, pero se puede encontrar un origen en la abundante liquidez bancaria en EEUU entre 2002 y 2004. Recordemos que a principios de siglo la economía americana estaba pasando por un mal momento y se temía una recesión económica (Jauregui, 2010). La expansión de los noventa concluyó en una crisis financiera en el año 2000, que desplomó las bolsas de valores de la mayoría de los países y condujo a la recesión de la economía norteamericana en el periodo 2001-2002, situación que se agravó con el ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001 (Rubini, 2006).

Simultáneamente, se producía en EEUU un fenómeno de inversión por encima del ahorro, y parte del exceso de inversión se estaba derivando al mercado inmobiliario. Los bancos ofrecían créditos de forma masiva para la compra de viviendas, creando así una burbuja inmobiliaria¹⁴(Jauregui, 2010). Tan atractivo se volvió pedir prestado y comprar bienes, que muchos inversores vendieron acciones de empresas tecnológicas (cuyos precios se vinieron abajo con la crisis del 2001) y optaron por el mercado inmobiliario. Para las instituciones financieras este mercado se convirtió en un magnífico negocio, tanto que se crearon opciones de crédito incluso para aquellos clientes que no eran solventes (los llamados “*Clientes Sub-Prime*”) y a los que prestarles representaba un riesgo muy alto. Esta acción estaba respaldada legalmente por la “*Community Reinvestment Act*” que es una ley norteamericana que permitía a los bancos a otorgar créditos a personas que no tienen un buen historial crediticio¹⁵ (Barcelata, 2010 y Villegas et al., 2010).

¹⁴ Una burbuja inmobiliaria se puede definir como un aumento muy fuerte y persistente en el tiempo de los precios de los activos inmuebles (viviendas). Este aumento en precios viene acompañado de un aumento importante en la demanda (De la Rica, 2012).

¹⁵ Es importante explicar que en EEUU, la calificación de los contratantes de deuda se realiza con la puntuación denominada FICO Score, que es la metodología más usada en todo mundo para medir la solvencia crediticia del contratante de un crédito. Es un modelo estadístico que estima la probabilidad de

El crecimiento de los precios de la vivienda y el crecimiento del segmento subprime no hubieran sido posibles sin ciertos procesos de innovación financiera, y por la desaparición de la separación entre banca comercial y banca de inversión. Ello permitió la creación de un sistema de banca hipotecaria paralelo al de la banca comercial, sin los controles a los que habitualmente el crédito hipotecario está sometido (Nadal, 2008). En pleno auge de la demanda de créditos y de incremento de los precios de los inmuebles, los bancos norteamericanos idearon formas novedosas para poder prestar dinero a los clientes poco solventes (Barcelata, 2010).

De forma simplificada, el funcionamiento de este mercado era el siguiente: agentes independientes ofrecían hipotecas a tipo variable a clientes que no cumplían con los requisitos para obtener una hipoteca en la banca comercial. Estas hipotecas, denominadas subprime, se vendían a entidades mayoristas que las agrupaban formando paquetes muy heterogéneos y, en general, con calidad crediticia inferior a la habitual. La banca de inversión dividía estos paquetes en distintos tramos, cuya solvencia venía determinada por su nivel de sobregarantía y la probabilidad de impago, que se calculaba en función de la morosidad histórica de las hipotecas subprime¹⁶. Los títulos de tramos más senior, aquellos cuya probabilidad de impago era ínfima y estaban muy garantizados, se consideraban de máxima calidad crediticia (Nadal, 2008).

Las agencias de rating confirmaba esta alta calidad. Este proceso se basaba en unos modelos matemáticos que se mostraron incorrectos para evaluar el riesgo de un segmento en crecimiento y en un momento en el que la situación había cambiado de forma radical. Estos activos se distribuyeron entre fondos de inversión y entidades financieras de prácticamente todo el mundo, que confiaban en su alta solvencia y en la rentabilidad del dólar. Entre estas entidades estaban las semipúblicas Freddie Mac y Fannie Mae. Este sistema funcionó correctamente mientras el precio de la vivienda en Estados Unidos siguió creciendo, ya que, incluso aquellos compradores de vivienda en el segmento subprime que no pudieran hacer frente a los pagos, podían fácilmente vender sus inmuebles para hacer frente a sus deudas e incluso obtener una plusvalía. De esta forma, entre 2003 y 2007 se produjo una espiral de creciente endeudamiento de las familias americanas, creciente apalancamiento de las entidades financieras e incremento constante de los precios de la vivienda.

Las agencias de *rating* han sido acusadas desde comienzos de la crisis de 2008 de ser uno de los principales agentes responsables de la crisis, al haber calificado productos o emisores con

que un individuo pague sus deudas a tiempo, y refleja los riesgos y costes de otorgar crédito a una persona, valorando en cada caso los siguientes elementos: el historial de pagos, la deuda total, la antigüedad; los tipos de crédito usados y el número de consultas crediticias (www.FairIsacc.com., 2008).

¹⁶ Los tramos se titulizaban en MBS “*Mortgage back securities*” y CDO “*Collateralized debt obligations*” (Nadal, 2008).

una nota (*rating*) que realmente no les correspondía. A este respecto, los estudios empíricos realizados tanto en Estados Unidos como en otros países (España, Reino Unido, etc.) ponen de manifiesto que el *rating* tiene contenido informativo relevante para el mercado y que las agencias ejercen una gran influencia en los mercados financieros mundiales. A todo ello se añade que estas agencias están muy poco controladas por las autoridades reguladoras del mercado y que el nivel de competencia en el sector es mínimo. No es de extrañar, por lo tanto, que se haya desatado un profundo interés por establecer una regulación estricta de estas agencias, destacando, en este sentido, las iniciativas llevadas a cabo en la Unión Europea (Verona y Déniz, 2011).

El *rating* es la calificación que se otorga a los emisores en función de su calidad crediticia. El más elevado corresponde, por lo general, a los estados y aquellos organismos a los que el Estado avala sus emisiones. Las grandes compañías, en función de su volumen y buen nombre suelen también recibir calificaciones altas. La calificación más bajas, se otorgan a aquellas emisiones de mayor riesgo, es decir, las efectuadas por emisores a los que se les imputa mayor riesgo de impago. Se suelen denominar bonos de alta rentabilidad “*high yield*” aquellos que son emitidos por emisores de baja calificación. La importancia de estas calificaciones es que a mayor riesgo obligan al emisor a efectuar sus emisiones con un tipo de interés más elevado, es decir, una mayor remuneración para el inversor.

Esto suele medirse en términos de referencia con los bonos de la Deuda Pública, de ahí que en épocas de crisis o incertidumbres los inversores acuden en mayor medida a los bonos públicos. Las agencias de *rating* especializadas de más notoriedad son Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch. Su sistema de clasificación es alfanumérico¹⁷ (BME, 2014).

Resumiendo, la crisis financiera sería consecuencia de la incapacidad de pago de los préstamos hipotecarios de miles de personas que tenían créditos Subprime. La imposibilidad de pago puso en problemas a las instituciones financieras que habían otorgado hipotecas e hizo retroceder de manera profunda los precios de las casas, lo que agravó la situación de los prestamistas (TheWall Street Journal, 2008). La crisis se extendió a nivel mundial en gran medida por la generalización de los llamados CDOs, que circularon y fueron comprados por una gran cantidad de empresas en el mundo¹⁸.

¹⁷ La máxima calificación de un bono para Moody’s es Aaa, para Standard&Poor’s (S&P) es AAA. La calificación CCC ó Caa considera la emisión como muy especulativa, con grave riesgo y fuertes incertidumbres; CC sería la calificación cuando se ha interrumpido el pago del cupón por parte del emisor y DD cuando lleva impagado varios cupones (BME, 2014).

La mayoría de los principales países están respondiendo a la crisis global por medio de políticas para satisfacer las necesidades de liquidez y prevenir pánico generalizado, en lugar de intentar resolver las debilidades estructurales.

Asimismo, las ideas proteccionistas en términos de comercio exterior y los sistemas financieros mal regulados siguen representando una creciente preocupación, dada su repercusión en episodios de recesión global. Si bien el proteccionismo no puede considerarse causa de la crisis actual, la implementación de este tipo de políticas podría tener repercusiones importantes en la recuperación de la actividad económica (Reyes, 2014).

La siguiente tabla resumen las principales causas de la crisis actual:

Tabla 3.1: Causas de la crisis actual.

CAUSAS	
Proceso inadecuado de integración de los mercados financieros a nivel internacional.	<ul style="list-style-type: none"> • Propagación de la crisis.
Regulación y supervisión insuficiente.	<ul style="list-style-type: none"> • Fraude. • Agencias de Rating.
Concesión excesiva de crédito.	<ul style="list-style-type: none"> • Burbuja inmobiliaria.
Políticas inconsistentes e incompatibilidad entre políticas.	<ul style="list-style-type: none"> • Falta de políticas para resolver debilidades estructurales. • Excesivo proteccionismo exterior.
Exceso de liquidez.	<ul style="list-style-type: none"> • Fenómeno de inversión por encima del ahorro.
Expectativas.	<ul style="list-style-type: none"> • Se invierte en viviendas de forma masiva ante la expectativa de obtener una ganancia de capital.

Fuente: Elaboración propia.

¹⁸ Los CDOs son un crédito derivado estructurado como un portafolio de activos con ingreso fijo, donde el precio y el riesgo se divide en diferentes tramos: tramos senior (AAA), tramos mezzanine (AA a BB), y tramos equity (*first loss*) (Gibson, 2004).

4. CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

4.1 CONCLUSIONES DEL TRABAJO

El objetivo principal de este trabajo ha sido el de identificar las causas comunes a los tipos de crisis más relevantes y compararlos con la actual. Para su consecución se ha realizado una revisión de la literatura existente, analizando primero los diferentes aspectos a los que hace referencia el objetivo principal para finalmente sintetizarlos en una serie de conclusiones que se exponen a continuación.

1. La literatura teórica refleja la existencia de dos clasificaciones de episodios de crisis en base a las causas principales explicativas de su desarrollo.

- La primera clasificación distingue entre crisis bancarias, monetarias y financieras. Independientemente de las distintas definiciones existentes, las **crisis bancarias** se caracterizan por la pérdida de la capacidad de afrontar un retiro de los depósitos por parte de los bancos, tanto privados como públicos, lo que origina situaciones de iliquidez y/o de insolvencia.

Una **crisis monetaria** se define como una situación en la que un fuerte descenso en la demanda de una moneda, conduce a una pérdida de reservas de divisas sustancial, o a un fuerte aumento de los tipos de interés a corto plazo, o a una devaluación de la moneda bajo presión, o a una combinación de los tres factores.

Por último, se entiende por **crisis financiera** un deterioro agudo, breve y ultra cíclico de todos o la mayoría de los grupos de indicadores financieros: tipo de cambio, tipos de interés, precios de los activos reales o financieros y quiebra de las instituciones financieras.

- La segunda clasificación señala existencia de modelos de Primera, Segunda y Tercera Generación. Los modelos de **Primera Generación** consideran las crisis episodios inevitables y predecibles y concluyen que la causa principal se halla en una inconsistencia entre las políticas fiscales y cambiarias del gobierno reflejado en un aumento del gasto público financiado a través de crédito interno, lo que imposibilita el

mantenimiento del tipo de cambio fijo. Esta situación se puede mantener mientras el banco central disponga de reservas suficientes. En el momento en el que las reservas resultan insuficiente, los especuladores inician un ataque especulativo que desencadena en la devaluación de la moneda nacional y finalmente, en una crisis.

Según los autores que analizan la **Segunda Generación**, las crisis son autogeneradas o “*self-fulfilling*” ya que cualquier información, por irrelevante que parezca, puede precipitar una modificación de las expectativas sobre la resolución de los fundamentales indicadores financieros.

Si estas expectativas se extienden entre los diferentes actores del mercado financiero, pueden convertirse en un factor desencadenante de una crisis.

El modelo de crisis gemelas, o crisis de **Tercera Generación** tiene bastantes similitudes con los dos anteriores, por lo que surgen dudas de si se trata de una nueva generación de modelos o una simple extensión de los anteriores.

Como se puede comprobar en este trabajo, cuando nos referimos a las crisis gemelas podemos relacionarlas con los modelos predecibles de Primera Generación, ya que surgen por un sistema mal regulado y por la incorrecta intervención del gobierno. Comparándolo con el modelo de Segunda Generación, vemos que la inestabilidad del tipo de cambio es uno de los factores sobre los que pueden surgir expectativas que se autocumplen.

2. Tras el análisis del inicio y desarrollo de los episodios de crisis más relevantes en cada una de las clasificaciones encontramos que existen causas comunes a todas ellas.

Las causas que más se repiten en la literatura económica y que son comunes a todos los tipos de crisis son las siguientes:

Tabla 4.1: Causas comunes a la mayoría de las crisis.

- El **proceso inadecuado de integración de los mercados financieros internacionales** provoca la expansión y propagación de las crisis.
- Las **expectativas de los agentes**, por ejemplo en lo que respecta a la solvencia de los bancos que pueden conducir a una retirada masiva de depósitos. En ocasiones, las expectativas de los actores financieros y los pánicos autocumplidos provocan “crisis autogeneradas”.
- El **riesgo de iliquidez** es condición suficiente para que se produzca una crisis.
- La mayoría de los episodios de crisis precedentes a la actual se caracterizan por haber sufrido una **regulación y supervisión insuficiente**, como por ejemplo prácticas ilegales en el otorgamiento de créditos.
- La **información asimétrica**, que provoca selección adversa y riesgo moral, corresponde a una de las principales causas de la mayoría de las crisis más recientes.
- La **concesión excesiva de crédito y la expansión del crédito interno** causan desequilibrios macroeconómicos, disminuyen la tasa de crecimiento económico y la capacidad de devolución de préstamos, colapsan en régimen del tipo de cambio fijo y hacen que las reservas monetarias disminuyan.
- Hay una serie de factores que provocan la **inestabilidad del tipo de cambio**. Entre ellos están los problemas que surgen cuando los activos y pasivos no están denominados en la misma moneda y los plazos entre activos y pasivos no coinciden y los ataques especulativos contra la moneda nacional, lo que a su vez produce la disminución de las reservas de moneda extranjera del BC.

3. Una vez estudiada la evolución de los acontecimientos que desencadenaron el episodio de crisis actual podemos afirmar que existen similitudes entre éstos y los que tuvieron lugar en las crisis precedentes.

Tabla 4.2: Causas comunes entre la crisis actual y las precedentes.

CAUSAS COMUNES
Proceso inadecuado de integración de los mercados financieros a nivel internacional.
Regulación y supervisión insuficiente.
Concesión excesiva de crédito.
Expectativas.

Fuente: Elaboración propia.

4.2 LIMITACIONES

En el desarrollo de este trabajo se ha encontrado una dificultad para identificar y clasificar algunos de los episodios, ya que en la literatura es muy habitual denominar “crisis financiera” a todos los tipos de crisis, ya sean bancarias, monetarias, de deuda...

La segunda limitación encontrada en la realización de este trabajo se debe a que las clasificaciones de los diferentes tipos de crisis no son excluyentes y se encuentra dificultad para clasificar un episodio de crisis únicamente en una de las dos clasificaciones. Los modelos teóricos de Primera, Segunda y Tercera Generación surgen para explicar las crisis bancarias, monetarias y financieras, por lo tanto ambas clasificaciones están relacionadas.

4.3 LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN FUTURAS

Las conclusiones de este trabajo sugieren oportunidades para investigaciones adicionales. Así, sería interesante analizar más en profundidad los países en los que se dan los diferentes episodios de crisis más representativos, establecer sus causas comunes y realizar comparaciones entre ellos.

Así mismo, otra posible línea de investigación consistiría en realizar un análisis cuantitativo de tal manera que recogiendo, procesando y analizando datos cuantitativos o numéricos sobre variables previamente determinadas se pudieran llegar a predecir ciertos factores de las crisis.

5. BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F.; GALE, D. (1998): "Optimal financial crises", *The Journal of Finance*, nº4. vol. 53. pp. 1245-1284.
- AMIEVA, H.; URRIZA, G. (2000): *Crisis bancarias: Causas, costes, duración efectos y opciones de política*. <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/9/4529/lcl1324e.pdf> , obtenido el 15 de abril de 2014.
- ARKHIPOV S. (1999): "The Crisis of the Financial System in Russia: Principal Factors and Economy Policy", *Problems of Economic Transition*, vol. 41, nº 10.
- BANCO DE ESPAÑA (2011): *Informe de Estabilidad Financiera*. Banco de España, Madrid.
- BARCELATA, H. (2010): *La crisis financiera en Estados Unidos*. Contribuciones a la Economía.
- BENSAID, B.; JEANNE, O. (1996): "The Instability of Fixed Exchange Rate Systems", ENPC-CERAS, Paris.
- BME. (2014): *Riesgos y agencias de rating*. Bolsas y Mercados Españoles. <http://www.bmerf.es/esp/inversor/Riesgos.aspx> , obtenido el 3 de febrero de 2014.
- BOLETIN ECONOMICO DE ICE. (2002): Boletín Económico de ICE nº 2740, Madrid.
- BOYD, J.; PRESCOTT, E. (1986). "Financial intermediary-coalitions," *Journal of Economic Theory*, vol. 38 nº 2, pp. 211-232.
- BROWN A. (1999): "The Russian Crisis: Beginning of the End or End of the Beginning?" *Post-Soviet Affairs*, vol. 15, nº1.
- BUCHS T. (1999): "Financial Crisis in the Russian Federation: Are the Russians Learning to Tango?" *Economics of Transition*, vol. 7, nº 3.
- BUITER, W. H. (1987): "Borrowing to Defend the Exchange Rate and the Timing and Magnitude of Speculative Attacks", *Journal of International Economics* vol. 23, pp. 221-239.
- BUSTELO, P. (2004): "Las crisis financieras en Asia y en Argentina: un análisis comparado". *Información Comercial Española. Revista de Economía*.
- CALVO, G.A.; IZQUIERDO, A.; TALVI, E. (2003): "Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lesson". *NBER Working Paper*, nº 9828, 1-49.
- CALVO, G.A. (1995): *Varieties of capital-market crises*. Mimeo, University of Maryland, Maryland.
- CALVO, G.A.; MENDOZA, E.G. (1997): *Rational herd behaviour and the globalization of securities markets*. Mimeo, University of Maryland, Maryland.
- CERÓN, J.A. (2008): *Crisis financieras internacionales, teorías explicativas y propuestas de reforma del Sistema Monetario: El caso de las subprime*. X Reunión de Economía Mundial Barcelona.
- CHANG, R.; VELASCO, A. (1998): "Financial crises in emerging markets: A canonical model". *NBER Working Paper*, nº 6606, 1-45.
- COLE, R.; KEHOE, J. (1996): "A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-95 Debt Crisis", *Journal of International Economics* vol. 41, pp. 309-330.
- CONNOLLY, B.; TAYLOR, D. (1984): "The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 16. Nº 2, pp. 194-207.

- CORSETTI, G.; PESENTI, P.; ROUBINI, N. (1999): "What caused the Asian currency and financial crisis?" *Japan and the World Economy*, vol. 11, n° 3, 305-373.
- DA COSTA, J.; SANTANDER, N. (2003): *Desarrollo de un criterio de distribución de portafolio de activos rentables para las instituciones bancarias*. Tesis doctoral. Universidad Católica Andrés Bello. Venezuela.
- DE GREGORIO J.; VALDÉS. R. (1999): *Crisis Transmission: Evidence from the Debt, Tequila and Asian flu Crisis*. Banco Mundial.
- DE GREGORIO J.; VALDÉS. R. (2001): "Crisis transmission: evidence from the debt, tequila, and Asian flu crises". *The World Bank economic review*. -- Vol. 15, no. 2, pp. 289-314.
- DE LA CRUZ, I. (2014): *Las crisis monetarias y sus modelos económicos*. Blog de economía.
- DE LA RICA, S. (2012): *La Crisis Económica Actual: Origen, situación actual y retos para el futuro*. Universidad Del País Vasco (UPV-EHU). FEDEA.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1998): "Law, finance, and firm growth", *The Journal of Finance*.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E. (1998): "The determinants of banking crises in developing and developed countries". *IMF Staff Papers*, vol. 45, n° 1, 81-109.
- DOOLEY, M. (1997): "A model of crises in emerging markets". *NBER Working Paper*, n° 6300, 1-32.
- DRAZEN, A. (1998): "Political Contagion in Currency Crises", University of Maryland.
- DIAMOND, D.; DYBVIG, P. (1983): "Bank runs, deposit insurance and liquidity". *Journal of Political Economics*, vol. 91, n° 3, 401-419.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985): "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, n° 1-2, 1985, pp. 1-24.
- DYKER D. (2000): "The Structural Origins of the Russian Economic Crisis", *Post-Communist Economies*, vol. 12, n° 1.
- EDWARDS, S. (1989): "Real Exchange Rate Variability: An Empirical Analysis of the Developing Countries Case". NBER Working Paper n°. 1930.
- EICHENGREEN, B.; ROSE, A.; WYPLOSZ, C. (1996): "Contagious currency crises". CEPR Discussion Paper, n° 1453, 1-48.
- EICHENGREEN B, ROSE, A Y WYPLOSZ CH. (1998): "Does Mercosur need a single currency?" *Working Paper 6821, National Bureau of Economic Research*.
- ESQUIVEL, J.; VÍQUEZ, G. (2006): *Crisis de México de 1994-1995*. Tesis doctoral, UNED.
- ESQUIVEL, G. Y F. LARRAÍN (2000): "Determinantes de las Crisis Cambiarias", *El Trimestre Económico*, Abril-Junio, pp. 191-238.
- FÉLIZ, M. (2009): "Crisis cambiaria en Argentina". *Revista Latinoamericana de Economía*, vol. 40, núm. 158, pp. 185-213.
- FERNÁNDEZ-MURO, C.; OLIVIE A. (1999): *Modelos teóricos de crisis de tipo de cambio y su aplicación a las crisis de Asia Oriental*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.
- FLOOD, R.P.; GARBER, P.M., KRAMER, C. (1996): "Collapsing exchange rate regimes: Another linear example". *Journal of International Economics*, vol. 41, n°s. 3 y 4, 223-234.
- FLOOD, R. P.; GARBER, P.M (1984b): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics* n° 17, pp. 1-13.

- FLOOD, R. P.; GARBER, P.M (1984a): "Gold Monetization and Gold Discipline", *Journal of Political Economy* n° 92, pp. 90-107.
- FLOOD, R. P. y MARION, N.P. (1997): "Policy Implications of Second Generation Crisis Models", *IMF Staff Papers* 44, 383-390.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1998): *World Economic Outlook 1998*, Washington, D. C.
- FONDO MONETARIOS INTERNACIONAL (2008): "*Informe sobre la estabilidad financiera mundial*", Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, Julio del 2008.
- FRANKEL, J.A.; ROSE, A. (1996): "Exchange rate crises in emerging markets: An empirical treatment". *Journal of International Economics*, vol. 41, n° 3 y 4, 351- 366.
- GARCÍA, C.; OLIVIÉ, I. (2000): *Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes*. Comercio Exterior (México DF), vol. 50, n° 6, pp. 478-83.
- GARCÍA, S.; OTERO, V. (2007): *Últimas aportaciones en la explicación de las crisis cambiarias: el caso de las crisis gemelas*. Cuadernos de economía, Vol. 30, N°. 82.
- GERLACH, S.; SMETS, F. (1995): "Contagious speculative attacks". *European Journal of Political Economy*, vol. 11, n° 1, 45-63.
- GIBSON, M. (2004): *Understanding the Risk of Synthetic CDOs Trading Risk Analysis Section*, Division of Research and Statistics, Federal Reserve Board.
- GIRIBETS, M. (2009): *Algunas consideraciones sobre la crisis actual del capitalismo*. <http://www.rebellion.org> , obtenido el 15 de mayo de 2014.
- GIRIBETS, M. (2011): *La economía mundial volverá a estallar en 2012 (o antes)* <http://www.rebellion.org> , obtenido el 17 de mayo de 2014.
- GIRÓN, A. (2002): *Crisis Financieras: México, Rusia, Brasil, Turquía y Argentina*. Universidad Nacional Autónoma de México, Instituto de Investigaciones Económicas, México.
- GIRÓN A. (1998): Crisis financieras y bancarias. Ponencia presentada en el Seminario "La Integración Monetaria en América Latina y las Lecciones que se pueden sacar para Europa". Universidad de Marne.
- GLICK, R.; HUTCHINSON, M. (1999): "Banking and currency crises: How common are twins?" *.Pacific Basin Working Paper*, n° 7, 1-30.
- GOLDSTEIN, M.; TURNER, P. (1996): "Banking crises in emerging economies: Origins and policy options". *BIS Economic Papers*, n° 46, 1-67.
- GOLDFAJN, I.; VALDES R. (1997): "Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity". *IMF*, Working Paper.
- GOLDFAJN, I.; VALDÉS, R. (1997): "Capital flows and the twin crises: The role of liquidity". *IMF Working Paper*, n° 97/87, 1-32.
- GRANVILLE B. (1999): "L'échec de la stabilisation monétaire en Russie: 1991:98", *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, vol. 30, n° 2-3.
- GUERRA, J.; RODRIGUEZ, O. (1998): *Crisis cambiarias y flujos de capital en Venezuela*. Documentos de Trabajo Gerencia de Investigaciones Económicas, Banco de Venezuela.
- GUISARRE, A. (2010): Diferencias entre liquidez y solvencia. www.economiapais.com , obtenido el 20 de febrero de 2014.
- GUTIÉRREZ, J. (2014): *Diccionario económico*. www.expansion.com, obtenido el 25 de abril de 2014.
- HAUSMANN, R.; ROJAS-SUÁREZ, L. (1996): *Banking Crises in Latin America*. Washington: Inter-American Development Bank.

- HERNANDEZ, A.; MORALEDA, V.; SANCHEZ, T. (2011): *Crisis económicas a lo largo de la historia*. Agencia Estatal de Administración Tributaria, Madrid.
- HERRARTE, A.; MEDINA, A.; VICENS, J. (2000): *Modelos de crisis financieras*. Facultad de CC.EE. y EE. Universidad Autónoma de Madrid.
- HERRARTE, A. (2000): *Crisis de balanza de pagos y crisis cambiarias: "Modelos de Primera Generación". Aplicación al caso de Europa central y oriental*. Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid.
- JAUREGUI, J.M. (2010): *La crisis financiera en los estados unidos: causas, contexto y dinámica*. http://www.iae.edu.ar/antiguos/Documents/iae_11_Pag66.pdf, obtenido el 6 de marzo de 2014.
- KAMINSKY, G. (1999): "Currency and banking crises: The early warning of distress". *IMF Working Paper*, nº 99/178, 1-38.
- KAMINSKY, G.; REINHART, C. (1996). "The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems". International Finance Discussion (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- KAMINSKY, G.; REINHART, C. (1999): "The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems". *American Economic Review*, vol. 89, nº 3, 473-500.
- KAMINSKY, G.; REINHART, C. (1999): "On crises, contagion, and confusion". *Journal of International Economics*, nº51 (2000) 145-168.
- KAMINSKY, G.; REINHART, C. (2000): "The Center and the Periphery: Tales of Financial Turmoil." *Paper prepared for International Monetary Fund and World Bank. First Draft, January 2000*.
- KAMINSKY, G.; REINHART, C. (1999): "The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems". *American Economic Review*, vol. 89, nº 3, 473-500.
- KINDLEBERGER, C. (1988) *The International Economic order*. Harvester Wheatsheaf. Trad. al castellano por Editorial Crítica, España, 1992.
- KINDLEBERGER, C. (1988) "La responsabilidad económica", discurso en la Universidad de Warwick, reproducido en Kindleberger, C. P., 1988, p. 303 y 307.
- KRUGMAN, P. (1979). "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11 (3): 311-325.
- KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. (1997): *Economía Internacional. Teoría y Política*. McGraw-Hill, 3ª edición, Madrid.
- KRUGMAN, P. (1998): *What happened to Asia?* www.wws.princeton.edu/pkrugman/, 1-11, obtenido el 9 de abril de 2014.
- KRUGMAN, P. (1998): "Are Currency Crises self-fulfilling", National Bureau for Economic Research, *Macroeconomics Annual*, pp. 345-407.
- KRUGMAN, P. (1999): "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises". *International Tax and Public Finance*, vol. 6, nº 4, 459-472.
- KRUGMAN, P.; ROTEMBERG, J. (1991): "Speculative attacks on target zones", en P. Krugman y M. Miller (eds.): *Target Zones and Currency Bands*, Oxford, Oxford University Press, 1991.
- LARROSA, J.M. (1999): *Crisis de balanza de pagos. Un esquema de la teoría y evidencia hasta el presente*. Tesis Doctoral.
- LATTER, T. (1997): *Las causas de las crisis bancarias y su manejo*. Centro de Estudios de Banca Central, Banco de Inglaterra, Londres.

- LIASKO A. (1999): "The Realization of the Stabilization Program Will Not Be Enough to Surmount the Crisis", *Problems of Economic Transition*, vol. 41, nº10.
- LLARIONOV A. (2000): "Myths and Lessons of the August Crisis", *Problems of Economic Transition*, vol.43, nº 5.
- LOMELÍ, J. (2012): *Crisis Cambiarias. Tres Teorías, Tres Generaciones*. http://www.jll-mexico.com/documentos/JLL_GeneracionesCrisis.pdf , obtenido el 10 de febrero de 2014.
- MACHINEA, J.L. (2009): "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica". *Revista CEPAL*.
- MASSON, P.R. (1998): "Contagion effects: Monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria". *IMF Working Papers*, nº 98/142, 1-32.
- MASSON, P.R. (1999): "Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibria", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18 pp. 587 - 602.
- MARTÍN-ACEÑA, P. Y NOGUES-MARCO, P. (2012): *Crisis bancarias en la historia de España. Del antiguo régimen a los orígenes del capitalismo*. Asociación española de historia económica, Madrid.
- MARULL, F. (1998): *Crisis cambiarias. A survey*. Tesis Doctoral, Universidad Católica Argentina.
- MCKINNON, R. (1998): "The Overborrowing Syndrome: Are East Asian Countries Different?" *Managing Exchange Rates and Capital Flows: Lessons from the Pacific Basin*, Reuven Glick, ed., Nueva York, Cambridge University Press.
- MCKINNON, R.; PILL, H. (1996): "Credible liberalization and international capital flows: The overborrowing syndrome". En T. Ito y A. Krueger (Eds.): *Financial deregulation and integration in East Asia*. The University of Chicago Press, Chicago, 7-50.
- MEDINA, E. (2004): *Sistema de alerta anticipada de crisis cambiarias para la Región Latinoamericana*. Tesis doctoral. Universidad autónoma de Madrid.
- MELGAREJO, R. (2014): *Crisis bancaria en Venezuela*. www.aporrea.org , obtenido el 20 de abril de 2014.
- MINSKY, H. (1991): "*The Financial Instability Hypothesis: A clarification*", in Feldstein, editor, *Risk of Financial Crisis*.
- MORGAN, D. L. (1998). *The focus group guidebook*. Thousand Oaks, CA, EE. UU.: Sage.
- NADAL, A. (2008): *La crisis financiera de Estados Unidos*. Boletín Económico de ICE, nº 2953.
- NEIRA ALONSO, M.A. (2005): *Crisis gemelas: ¿una nueva generación de modelos de crisis monetarias y financieras o una simple extensión de las generaciones y modelos precedentes?* Tesis Doctoral, Universidad Rey Juan Carlos de Madrid.
- NEIRA, A.; JIMENEZ, F. (2004): "Los modelos de crisis gemelas en el marco de la literatura sobre crisis monetarias internacionales". *Revista ICE*, nº 816.
- OBSTFELD, M. (1996): "Models of currency crises with self-fulfilling features". *European Economic Review*, vol. 40, nº 3-5, 1037-1047.
- OBSTFELD, M. (1984): "Balance of Payments Crisis and Devaluation", *Journal of Money, Credit and Banking* nº18, pp. 208-217.
- OBSTFELD, M. (1986): "Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement," NBER Working Papers 1692, National Bureau of Economic Research, Inc.

- OBSTFELD, M. (1994): "The Logic of Currency Crises", *Cahiers Économiques et monétaires*, Banque de France, pp. 189-213.
- ODDONE, C. (2004). *Mercados emergentes y crisis financieras internacionales*. Obtenido el 7 de mayo de <http://www.eumed.net/cursecon/libreria/2004/cno/cno.pdf>.
- OZKAN, F.; SUTHERLAND, A. (1994): "A Model of the ERM Crisis". *CEPR Discussion Papers* N° 879. CEPR Working Papers.
- PARODI, C. (2009): *Las Crisis Financieras: Un Marco Conceptual*. Documento de Discusión. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- POZO, J. (2008): *Descripción de la crisis financiera asiática y rusa. Identificación de los factores que explican los movimientos de Flujos de Capitales de Corto Plazo. La experiencia Peruana 2000-2008*, Encuentro-de-Economistas/XXVI.
- REYES, R. (2014): La crisis financiera: orígenes y efectos. *Gaceta de Economía*, n° 26.
- RIPOLL, J. (2003): *Crisis Cambiarias y Ataques Especulativos*. VII Jornadas de Economía Internacional, Asociación Española de Economía y Finanzas Internacionales. Universidad de Castilla-La Mancha.
- ROJAS,-SUAREZ, L.; WEISBROD, S. (1996), "Achieving Stability in Latin American Financial Markets in the Presence of Volatile Capital Flows", en Hausmann y Rojas-Suárez, eds., *Volatile Capital Flows: Taming their Impact on Latin America*. Washington: Inter-American Development Bank and Johns Hopkins University Press.
- RUBINI, N. (2006): A coming recession in the US economy. www.rgmonitor.com, obtenido el 15 de marzo de 2014.
- SACHS, J.; TORNELL, A.; VELASCO, A. (1996): "Financial Crises in emerging markets: The lessons from 1995". *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 27, n° 1, 147-215.
- SALANT, S.; HENDERSON, D. (1978): "Market anticipation of government policy and the price of gold". *Journal of Political Economy*, vol. 86, n° 4, 627-648.
- SAN MARTÍN, N. (2011): *Crisis monetarias y financieras externas e índices de riesgo país: Un análisis de capacidad predictiva en el periodo 1994-2002*. Tesis doctoral, Universidad del País Vasco.
- SAPIR J. (1999b): "À l'épreuve des faits. Bilan théorique des politiques macroéconomiques mises en oeuvre en Russie", *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, vol. 30, n° 2-3.
- SILVANA, P. (2008): "La banca venezolana y la crisis financiera global". *Ven economía*, vol. 26, n° 3.
- SLAY B. (1999): "An interpretation of the Russian Financial Crisis", *Post-Soviet Geography and Economics*, vol.40, n° 3.
- SOLDEVILLA, E. (1995): "Metodología de investigación de la economía de la empresa". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol.1, n° 1, 13-63.
- SOTELSEK, D.; PAVÓN, L. (2008): "La relación entre crisis cambiarias y bancarias en países emergentes: los problemas de información y expectativas". *Revista CEPAL*, n° 95, p. 67-82.
- THE FEDERAL RESERVE. (2008): *Board statistics. Releases and Historical Data*, <http://www.federalreserve.gov/releases>; obtenido el 23 de enero de 2014.
- THE FEDERAL RESERVE. (2008): *Board, news and events*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/default.htm>, obtenido el 18 de enero de 2014.
- TIKHOMIROV V. (2000): *The Political Economy of Post-Soviet Russia*. Macmillan Press. Londres.

- TORIBIO, J. (2012): *El contagio económico y financiero. Conceptos básicos*. <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3928905> , obtenido el 5 de mayo de 2014.
- TORRERO, A. (2011): *La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española*. Marcial Pons, 1ª edición, Barcelona.
- TORRES, G. (2008): *Crisis financiera norteamericana: ¿Momento Minsky?* Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de San Luis Potosí.
- VERONA, M. C.; DÉNIZ, J. J. (2011). Las agencias de rating y la crisis financiera de 2008. ¿El fin de un poder sin control? *Criterio Libre*, vol.9 nº14, pp. 127-160.
- VILARIÑO, A. (1999): *La larga crisis de la economía japonesa*. Universidad Complutense de Madrid.
- VILLEGAS, E.; ACOSTA, A.; RÉGULO C. (2010): La crisis hipotecaria estadounidense: origen y evolución. *Cuadernos Latinoamericanos*, nº 28, p. 59.
- VON HAGEN, J.; HO, T. (2003): "Twin crises: A re-examination of empirical links".
- WILLIAMSON, D. (1986): "Costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing," *Journal of Monetary Economics, Elsevier*, vol. 18 nº 2, pp. 159-179.
- ZHU, H. (2003): "Credit constraints, financial liberalization and twin crises". *BIS Working Papers*, nº 124, 1-25.