



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**Estudio del Modelo para Identificar Crisis
Financieras basado en los Estudios de Reinhart,
Rogoff y Kindleberger de 1982 al 2015**

Tesis Conjunta

Que para obtener el grado de:

Licenciado en economía

Presentan:

**PINEDA ALVAREZ FRIDA SOFIA
RANGEL MORENO ALEXIS**

Directo de Tesis:

LIC. FODEL JAMIT SIMENTAL



Ciudad Universitaria, Cd. Mx., junio 2022



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Agradecimientos

Agradezco a mis padres y a Dios quienes han sido mi fuerza y soporte incondicional, los amo. A mis hermanos, quienes espero sepan que este solo es el inicio de la mejor etapa de su vida y que con esfuerzo todo es posible.

A mi abuelo Javier, gracias por enseñarnos que la vida hay que valorarla y que la familia siempre será el soporte que necesitamos. Agradezco a mis tías, tíos, primos y amigos porque sin ustedes mi camino sería distinto.

Alexis, gracias por la confianza y ser parte de esta etapa de mi vida. ¡Lo hemos logrado!

Agradezco a mi querida Facultad de Economía, a los profesores que formaron parte de mi trayectoria escolar y al profesor Fodel, quien estuvo ahí para nosotros en las buenas y en las malas. A la par, agradezco a los sinodales, la valía de sus observaciones nos hizo mejorar.

Finalmente quiero agradecerles a ustedes... que hoy no se encuentran presentes, pero las llevo en mi mente y corazón. Me hubiera gustado que todos conocieran a las extraordinarias personas con las que me forme como estudiante y como ser humano, esto va por ustedes.

Frida Pineda.

Agradecimientos

Agradezco a la Universidad Nacional Autónoma De México por darme la oportunidad de realizar mis estudios de licenciatura, a la par, quisiera agradecer a la Facultad de Economía por proveerme un entorno totalmente profesional dotado de calidad y herramientas para forjarme como un estudiante y egresado de la máxima casa de estudios del país.

Mi gratitud al profesor Fodel debido a que a pesar de los imprevistos a causa de la pandemia fungió con gran Ética y profesionalismo para poder culminar este trabajo de investigación. De igual forma a todos los profesores que fueron parte de mi trayectoria como estudiante, a los sinodales que aportaron sus comentarios, señalando observaciones que generaron reflexiones a la tesis. Mi gratitud en memoria de la Doctora Emelia que fue parte del inicio de esta tesis, una gran profesora y un gran ser humano.

Gracias a mi familia por apoyarme a lo largo de este camino y por siempre confiar en mí, de igual manera a mis compañeros que fueron parte de este proceso y especialmente a mi compañera Sofía por ser una gran investigadora y sobre todo una gran persona.

Alexis Rangel.

ÍNDICE

Agradecimientos	2
Agradecimientos	3
Parte 1 – Introducción.....	6
1.1 Planteamiento del problema.....	6
1.2 Antecedentes	6
1.3 Preguntas de Investigación	8
1.4 Hipótesis	9
1.5 Objetivos de la Tesis	9
1.6 Metodología.....	10
1.7 Periodo de Estudio.....	10
1.8 Variables a Investigar.....	12
1.9 Justificación.....	17
Capítulo 2 Estado del Arte sobre Crisis Financieras	18
2.1 Definición de Crisis Financiera	18
2.2 Introducción	19
2.3 Estudios generales sobre las crisis financieras.....	19
Capítulo 3 El enfoque de Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart para comprender los origenes de las crisis financieras	38
3.1 Introducción	38
3.2 Estudio de tipos de crisis, impagos y reprogramación de la deuda	41
3.3 Antecedentes de las crisis financieras.....	49
3.4 Desarrollo de las crisis financieras y consecuencias.....	55
3.5 Metodología y análisis del modelo de Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart.....	57
Capítulo 4 Repaso histórico sobre las crisis financieras: El enfoque de Charles P. Kindleberger.....	58
4.1 Introducción	58
4.2 Análisis de las principales crisis financieras según Kindleberger.....	59
4.3 Metodología de la investigación.....	71
Capítulo 5 Perspectivas sobre las crisis financieras de otros autores	72

5.1	Análisis del modelo de Hyman Minsky.....	73
5.2	Análisis de Systemic Banking Crises Revisited, autores Luca Laeven y Fabian Valencia .	80
5.3	Análisis de la Condición de deuda de Harrod Domar	89
5.4	Análisis del modelo de Joseph Stiglitz.....	93
5.5	Crisis de Balanza de Pagos: Hume y Krugman	108
Parte II: Observaciones al modelo de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff		112
6. Capítulo 6 Observaciones.....		112
6.1	Introducción	112
6.2	Observaciones al modelo de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff	113
Parte III: Conclusiones.....		117
Capítulo 7 Conclusiones		117
7.1	Conclusión y Reflexión	117
8 Fuentes de Información.....		120

Parte 1 – Introducción

1.1 Planteamiento del problema

Las crisis pueden derivarse de problemas surgidos en el sistema bancario, los mercados de divisas, la bolsa, las acciones, la capacidad de pago, e incluso de ciertos segmentos del mercado global que en gran escala provocarían un desajuste de algunos mercados específicos que a su vez afectarían a la economía mundial. (Torres Juan, 2012).

Las crisis provenientes directamente del sistema crediticio, tienden a quebrantar el lazo de confianza entre la autoridad prestamista y el cliente, es decir, que se va a deteriorar su posición en el intercambio financiero, donde el cobro o pago del préstamo se verá mermado por el incumplimiento, lo que tendrá como consecuencia la implementación de un método que restrinja el crédito, la privación de concesiones de nuevos préstamos e incluso una rápida liquidación que altere el equilibrio entre la oferta y la demanda.

En la actualidad, gracias a la globalización, resulta improbable que una crisis económica sea doméstica, hoy por hoy las sociedades, la tecnología e incluso las enfermedades se comparten de Estado a Estado. A pesar de las restricciones geográficas que existen en el mundo, esta situación continua con las crisis financieras, es decir, una crisis en un país con una economía abierta se dispersará en su medida como una enfermedad respiratoria.

Incluso esta aseveración acerca de la interconexión del mundo, también aplica a los distintos niveles de economía, en este caso, se hace referencia a que en la actualidad el impacto de las crisis en el sector financiero es prácticamente inherente a la economía real, debido a que las crisis financieras tienen un impacto en las variables macro económicas que a su vez determinan el bienestar de los individuos, a pesar de encontrarse aparentemente alejados del sector financiero, una crisis financieras podría afectar desde la capacidad de compra de un producto hasta afectar una variable económica como es el desempleo.

1.2 Antecedentes

A lo largo de la historia hemos visto como países enteros afectan sus finanzas e incluso

merman la calidad de vida debido a una crisis económica que perjudica a toda la sociedad.

Una crisis económica es un fenómeno que puede provocar una serie de complicaciones en la economía de algún país, incluso si la crisis es muy grande puede llegar a expandirse a diversos países y provocar una serie de efectos incalculables, desde una cuestión puramente bursátil hasta afectar la calidad de vida de los ciudadanos comunes.

No obstante, de forma certera no es posible identificar las consecuencias de las crisis financieras, debido a que cada nación tendrá una forma diferente de enfrentarlas y establecerá diversos tipos de regulaciones con el propósito de aminorar los efectos y proteger a su sociedad, sin embargo, existen algunas afectaciones que resultan habituales como lo son el impago en países donde las crisis no son intervenidas de forma adecuada. Se ha logrado identificar un incremento de incertidumbre en los mercados financieros e incluso la afectación del tipo de cambio derivado de una crisis financiera, perturbando el comercio de forma directa e impidiendo el acceso de algunos productos desde la manufactura hasta la alimentación.

En la actualidad, existen diversas formas de involucrarse en el mercado financiero, ya sea en plataformas virtuales o físicas, en el caso de las inversiones virtuales, puede resultar que el rendimiento sea menor de lo esperado o que incluso se pierda el capital invertido debido a que los usuarios no suelen comprender del todo el uso de los instrumentos financieros o del riesgo que predomina en la compra venta de acciones, sin embargo, en la inversión sobre activos financieros cuando los riesgos aumentan los rendimientos esperados también lo hacen.

Como señala *Kindleberger* (2005); Esto conduce a frecuentes errores de cálculo y exceso de confianza, especialmente cuando surgen nuevas innovaciones y productos que atraen la atención de los inversores y no revelan su verdadera naturaleza debido a la fuerte demanda. (el caso de los derivados de las hipotecas sub-prime en la crisis del 2008 es un buen ejemplo de ello).

Además, se debe considerar la ineficiente regulación que había hacia las hipotecas durante el 2007, las cuales estaban escritas en los tratados de basilea publicados durante el 2004, las cuales generaron un entorno donde se priorizaron los grandes fondos de inversión y bancos, mientras que el ciudadano común se convierte en el individuo con menores privilegios, donde

su riesgo es alto y su beneficio es pequeño como lo son los jubilados, que forman parte de planes de inversión y no tienen una noción puntual sobre lo que se hace con su dinero, puesto que las decisiones de inversión financiera de los individuos poco informados son tomadas por las empresas e instituciones financieras que invierten para ellos generando beneficios económicos tan solo con el especular, provocando condiciones que favorecen el surgimiento de burbujas financieras.

El exceso de confianza sobre un bien o segmento en específico económico, son ingredientes esenciales para el desarrollo y creación de burbujas financieras. Una de las burbujas financieras originales, surgió en el siglo XVII en Holanda, teniendo como protagonista a los tulipanes, todo derivó con su llegada de Oriente, generando una euforia excesiva, donde la mecánica fue la compra y venta sin considerar que eventualmente el precio iría a la baja.

Actualmente los préstamos internacionales son indispensables para la mayor parte de los estados que operan en un sistema de economía abierta, no obstante, en el caso de un jubilado como se mencionó previamente no tiene acceso a una financiación externa de forma directa, es decir, él pedirá un préstamo a un banco comercial, el cual estará constituido en una sociedad donde convergen capitales de distintos países, por lo que su deuda funcionará a un nivel comercial y doméstico. Cuando se produce una crisis financiera, puede provocar una situación de dependencia en el financiamiento que a su vez llevara a crear consecuencias para la economía doméstica e incluso podría ser el parteaguas para un desajuste financiero inicial llegando al punto de estallar y llegar a una recesión o depresión afectando a todos los niveles y sectores de la economía repercutiendo en la calidad de vida de la sociedad.

1.3 Preguntas de Investigación

Pregunta general:

¿Qué impacto tienen las políticas económicas previo y durante las crisis económicas?

Pregunta específica:

¿En qué medida la adquisición de créditos en una época de bonanza, aumenta la probabilidad de impago partiendo del supuesto de que los agentes son racionales

y van a pagar los créditos?

1.4 Hipótesis

La tesis parte de las siguientes hipótesis: Si las políticas económicas no tienen regulación, los niveles de deuda y situaciones de impago tenderán a una crisis económica dado un creciente nivel de endeudamiento.

Según el estudio Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff son los autores que, con base en el estudio de variables económicas de 63 países, incluyendo a Estados Unidos y México, establecen la construcción de un modelo de análisis de crisis financieras con la finalidad de identificar si existe alguna correlación. Es importante señalar que es extremadamente complicado el predecir un suceso económico, por lo tanto, la tesis busca comprender el conocimiento y los datos económicos del modelo planteado por Reinhart y Rogoff para conocer las variables utilizadas como parámetros económicos. La crisis económica está vinculada con el nivel de endeudamiento y la falta de políticas económicas que regulen bajos niveles de deuda y situaciones de impago.

De igual forma, la tesis contempla las generalidades expuestas Kindleberger que sean aplicables a diversas crisis financieras, tomando de referencia un periodo de estudio de 1982 al 2015 para efectos de esta tesis. Pese a la relación de su investigación con la economía estadounidense, al ser un país vecino, los efectos de la crisis tienen repercusión en México que deriva en la posibilidad de comparar eventos económicos.

1.5 Objetivos de la Tesis

General y Específicos

General:

Realizar el estudio de Reinhart, Rogoff y Kindleberger para analizar cómo es que las políticas económicas impactan en los niveles de deuda.

Específicos:

El objetivo específico de esta investigación es demostrar que el impago de una deuda nacional se explica por un periodo de altas tasas de inflación, exceso de oferta de créditos comerciales que provocan una mayor presión en el sistema bancario acompañado de des-regulación financiera dará pie al incremento de la deuda a nivel nacional. A través de ejemplos concretos se identificara que los modelos de Reinhart y Rogoff son una alternativa para comprender el origen de las crisis financieras.

1.6 Metodología

Se trata de un estudio no experimental que comienza con una fase exploratoria, donde se busca identificar los elementos económicos que pueden ser el objeto de estudio para las crisis financieras según los trabajos de Reinhart, Rogoff y Kindleberger y poder aplicarlos en el análisis de las crisis financieras y su impacto. Es una investigación transversal porque toma datos históricos comprendidos en un lapso de 1982 al 2015.

Considerando la asignación de clubes; el Club A integra a los países que tienen acceso permanente a los mercados de capital, el Club B se encuentra dividido en cuatro categorías las cuales van de una mínima a una máxima intolerancia a la deuda y finalmente el Club C, que integra a los países que ya no cuentan con acceso a los mercados de capitales.

1.7 Periodo de Estudio

El periodo de estudio comprende del año 1982 al 2015, dicha temporalidad servirá para identificar el antes y el después de las crisis con mayor impacto.

Se iniciará con la crisis de 1982, los prestamos recibidos en 1970 preveían tasas de interés bajas, sin embargo derivado de el experimento monetarista de la Federal Reserve y del Banco de Inglaterra las tasas de interés incrementaron, desencadenando una recesión productiva y

la imposibilidad de pagar la deuda en muchos países , lo que significó una crisis en la dirección de PEMEX y aquellos préstamos recibidos en 1970 con tasas de interés variables fueron dejados de pagar, provocando el desplome de la inversión extranjera directa, una crisis crediticia y corridas bancarias, además de la negativa de los bancos para el otorgamiento créditos. La crisis de 1982 finalmente significó el término del Estado de Bienestar y el comienzo del llamado neoliberalismo.

La crisis de 1994 figura entre las más representativas, pues fue en este periodo en donde 9 bancos fueron intervenidos y 11 más fueron partícipes de los programas de recapitalización, además de la compra de cartera vencida de 34 bancos. Las consecuencias a esta crisis fueron devastadoras, al punto de generar la devaluación del peso, no obstante, el gobierno estadounidense le genero un préstamo por \$20 mil millones de dólares con el propósito de evitar un default.

La crisis del 2007-2008 originada en Estados Unidos ha resultado como una de las más importantes y con mayor repercusión en México, donde el ingreso de las familias mexicanas disminuyó. Con la finalidad de elegir las variables utilizadas para medir el riesgo de la crisis (2007-2008) Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff determinaron como factores clave precursores de una crisis financiera los cuales proponen: “un alza considerable en el precio de los activos, una desaceleración de la actividad económica real, grandes déficits en cuenta corriente y aumentos sostenidos de deuda (sea pública, privada o ambas)”¹.

Finalmente se manejarán crisis que no han tenido un impacto tan representativo como las anteriores, sin embargo, no se les resta importancia.

En el trabajo de Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff los autores hacen referencia a un método que permite medir la vulnerabilidad en términos cuantitativos de un Estado en una situación de prestamista extranjero, la cual sigue dos indicadores: el primero integra las calificaciones de la deuda soberana, la cual será emitida por instituciones, estas son compiladas de forma semestral, calificando a un país del 1 al 100, donde el valor más alto

¹ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2012), *“Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera”*, México, Fondo de cultura económica (pp. 240).

representa poca probabilidad del incumplimiento del pago de deuda pública. El segundo indicador es la proporción de la deuda externa respecto al PNB.

1.8 Variables a Investigar

A) Deuda: Ahora bien, ¿Cómo se miden estos niveles de deuda? Estamos hablando de la deuda nominal dividida por el PIB nominal, la tasa de deuda al PIB, si se crece muy rápido, la carga de deuda disminuirá, pero lo que Carmen y Rogoff señalan es que resulta improbable que un crecimiento desmedido genere una reducción de la deuda, es decir, puede que haya algunos episodios, como Irlanda en la década de 1980, que tuvo una deuda de aproximadamente 110% - 115% del PIB y la mayor parte de la reducción de la deuda provino de un episodio crecimiento espectacular, pero esto es muy raro, no es común. Se acepta que la deuda soberana tiende a desencadenar las crisis financieras, suele ser un precedente que, ante un entorno mundial globalizado, un desajuste derivado de un fenómeno externo sumado a una condición de deuda externa desequilibrada desencadenará una situación de impago, la cual generará intereses al punto de verse incapaz de cumplir con sus obligaciones de pago, es decir, caer en un default. Esto a su vez desencadenará en el movimiento de variables macro económicas que son de vital importancia para el bienestar de una sociedad como lo son: la inflación, el tipo de cambio y el desempleo. A su vez, la deuda soberana funge como una de las consecuencias de las crisis económicas, históricamente las crisis han traído un deterioro en la calidad de vida de los individuos mas relacionados a los mercados financieros, a su vez los Estados generan mas deuda para poder afrontar y suavizar el impacto, pidiendo prestamos que pueden resultar impagables en el largo plazo, o que en caso de una externalidad negativa se convertirá en la pólvora para desencadenar una nueva crisis, es notorio que en países con economías inestables podría llegar a generar un bucle de crisis económicas, por lo tanto es fundamental el manejo de indicadores económicos estables, estableciendo condiciones de liquidez adecuadas y con reservas financieras suficientes para poder afrontar los imprevistos económicos. Carmen Reinhart y Rogoff (2010) enfocan su investigación en los episodios de grandes aumentos en deuda terminan mal, con crisis bancarias y / o

fiscales. Cuando las repercusiones de las crisis no son tan profundas, pero se abusa del aumento de pasivo de forma sustancial, los niveles altos de deuda tienen implicancias adversas para el crecimiento, por ende, la ruta para buscar el crecimiento en un mayor endeudamiento doméstico. Carmen cree que la represión financiera regresará, sino es que ya lo ha hecho y se manifiesta en un vínculo más íntimo entre el gobierno y el sector financiero, más la regulación y bajas tasas de interés real, todo esto después de una inflación negativa. Los gobiernos que intentan recolocar deuda en este momento, intentando mantener los costos de financiamiento lo más bajos posible, estarán muy tentados a iniciar este proceso de regulación. Por otro lado, Carmen habla de una situación en la que los países avanzados querrán mantener el fondeamiento para sus déficits de deuda de forma pública, mientras que los países emergentes deberán adaptarse a un menor nivel de integración del sector financiero, todos los países que han recibido demasiados flujos de capital han manejado diversos tipos de control de capital., en resumen, los países avanzados tratan de mantener el capital para financiar sus déficits y deudas, mientras que los países emergentes solo están tratando de mantenerlo.

- B) Crédito: abordar esta variable requiere incorporar más plenamente los factores del mercado crediticio pues proporciona nueva evidencia de que la gravedad de las crisis reflejó en gran medida los efectos adversos de la crisis financiera en la oferta de crédito. En particular, el colapso inmobiliario; Los economistas describen dos canales principales a través de los cuales la crisis financiera golpeó la actividad económica hace una década: la acumulación de deuda de los hogares a principios de la década de 2000, junto con el colapso de los precios de las propiedades, redujo el gasto de los hogares y las debilidades en el sistema financiero sistema, incluida la asunción de riesgos excesivos y la dependencia de la financiación mayorista a corto plazo condujo al pánico y al deterioro del crédito. Los dos canales se superponen, pero la importancia relativa de cada uno para la economía real tiene implicaciones para la regulación financiera y las respuestas gubernamentales a futuras crisis. El punto de partida para comprender estos dos canales y el papel de los factores del mercado crediticio en la macroeconomía más amplia es el reconocimiento de que hay un costo

para emparejar a los prestamistas con los prestatarios que valen la pena. confianza. Los prestamistas no tienen información completa sobre los prestatarios potenciales, por lo que hay un costo en seleccionarlos, evaluarlos y darles seguimiento después de un préstamo. Estos costos se suman a la compensación de financiamiento externo, que es la diferencia entre el costo total de financiar a un prestatario privado riesgoso y el costo de un prestatario perfectamente seguro como el gobierno de EE. UU. En general, el monto de la prima de financiamiento externo depende de la situación financiera del prestatario y del prestamista. Por ejemplo, prestar a prestatarios con buena garantía y un pago inicial grande es barato porque es probable que lo paguen, mientras que un banco con una gran reserva de capital puede ser más barato para atraer la financiación que necesita. Del mismo modo, una disminución en la salud financiera general de un prestatario o prestamista aumenta el costo del crédito, frena la inversión y el consumo, y frena el crecimiento económico. Para ambos canales, uno está relacionado con el estado de los balances de los hogares.

- C) Inflación: Históricamente, otro factor que ha reducido la deuda, es la inflación y los casos más complicados se desencadenan cuando la inflación es realmente dramática como una hiperinflación, tal es el caso de Alemania después de la Primera Guerra Mundial, donde se elimina el nivel de deuda pública en cuestión de meses, episodio que destaca por ser muy poco común. El papel de la inflación durante las crisis ha sido un tema de debate, en particular si el banco central ha sido demasiado agresivo para aumentar la oferta monetaria, manteniendo las tasas de interés demasiado bajas y si el banco central puede revertir la tendencia si hay signos de inflación. Se debe de cuestionar si los gobiernos eventualmente imprimirán dinero para cubrir los déficits no resueltos, verán inflación futura y tratarán de deshacerse de su moneda, elevando los precios de los bienes, servicios y salarios en todo el mundo. Lo cual podría conducir a una turbulencia financiera y otra recesión; a su vez un aumento en la inflación. Muchos economistas y comentaristas dicen que no hay necesidad de preocuparse por la inflación, pero instituciones como la FED señalan que la inflación solo ocurre en tiempos de bonanza es demasiado limitada si se basa en una sola interpretación de la experiencia particular de posguerra de Estados Unidos. Por

ejemplo, ignora la inflación estancada de la década de 1970, cuando estalló a pesar de una clara "falta de recursos" y una clara estabilización de expectativas. Para 1977, la economía también se estaba recuperando de una recesión, con una caída de la inflación del 12% al 5% en solo dos años. Se espera que la Reserva Federal siga relajando, y las encuestas y las tasas de interés a largo plazo no muestran expectativas de inflación más altas. El desempleo cayó lentamente del 9% al 7%, y entonces. Sin embargo, para 1980, la inflación había vuelto a subir al 14,5%, mientras que el desempleo había aumentado, alcanzando un máximo del 11%. A lo largo de la historia, la inflación severa a tiende a afectar en gran medida a un país, con estancamiento, desempleo y turbulencia financiera. La razón principal por la que la alta inflación a menudo acompaña a las crisis económicas graves es simple: la inflación es una forma de incumplimiento soberano. Pagar un bono por la mitad de su valor original es lo mismo que pagar la mitad de la deuda. Los incumplimientos soberanos no ocurren en tiempos favorables, sino cuando las economías y los gobiernos están en dificultades. Si bien la solvencia fiscal puede haber sido plausible durante gran parte del período de posguerra de Estados Unidos, el tamaño de la deuda pública y los déficits futuros, establecen riesgos no especificados, más allá del alcance del pensamiento macroeconómico. La inflación grave a menudo ocurre cuando los eventos abruma las ideas, cuando surgen factores repentinos que los economistas y los políticos no entienden ni olvidan.

A pesar de haber considerado estas tres variables a investigar como fundamentales, resultaría absurdo señalar que son las únicas que juegan un papel importante durante las crisis, otras variables que se consideran importantes y que juegan un rol sobre las crisis son; La variable es el riesgo país², debido a la importancia que representa respecto a la posibilidad de que un país emisor de pasivos sea incompetente de solventarla. De esta variable emanan tres tipos de riesgo; el primero es el riesgo soberano que nos indica la probabilidad que tiene una entidad soberana de incumplir con su deuda, ya sea por complicaciones financieras, económicas, etc. El segundo tipo de riesgo es de transferencia, se refiere al incumplimiento del pago de intereses, dividendos y capital debido a la escasez de divisas de un país. Por

²Probabilidad de incumplimiento de pago de la deuda que tienen un país emisor de la misma deuda.

último, el riesgo específico, el cual está integrado por el éxito o fracaso de una empresa. Todos estos tipos de riesgo agrupan el estudio de la capacidad de pago de un país, por lo que se han contemplado como una variable relevante dentro de la investigación.

El PIB, debido a la relación tan cercana que tiene con la deuda, este indicador servirá para analizar la progresión de un país. Todas las economías usan crédito, sin embargo, una baja relación entre PIB y deuda, se traduce como una economía que está en constante crecimiento y que su recurrencia para poder pagar sus deudas futuras es menor. “La acumulación de deuda pública ha sido un precursor casi universal de otras crisis de la posguerra”³, para el caso de Estados Unidos, la acumulación de deuda pública posterior a la crisis del 2007 fue menor que las siguientes crisis. La compensación de la deuda familiar aumentó un 30% en relación al ingreso, todo esto en menos de un periodo de diez años. La relación encontrada del PIB⁴ y la deuda estadounidense, según lo planteado por el autor Charles P. Kindleberger, es un claro ejemplo del reflejo de las condiciones económicas de un país debido a que señalaba que la deuda comenzó a crecer en términos per cápita, no obstante, los ingresos se mantuvieron constantes, lo que provocó una incapacidad de pago generalizada aunada a tasas de interés elevadas.

El tipo de cambio por su relación con los derrumbes monetarios, los cuales tienden a ser más peligrosos cuando este es fijo debido a que las empresas, bancos y ciudadanos pueden sentirse confiados de adquirir pasivos en divisas extranjeras, asumiendo un riesgo mínimo de una repentina devaluación de la moneda haciendo que la deuda se dispare, mismo caso para el tipo de cambio flotante, especialmente cuando hay un significativo nivel de deuda en divisas extranjeras. “Lo cierto es que mientras no haya una excesiva volatilidad del tipo de cambio, los países con mercado de capital más desarrollados y sistemas cambiarios abiertamente más flexibles están mejor preparados para lidiar con un derrumbe monetario”⁵. Dentro del periodo correspondiente a la crisis estadounidense del 2007, el tipo de cambio osciló de forma atípica.

³Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2012), *“Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera”*, México, Fondo de cultura económica (pp. 243).

⁴ Producto Interno Bruto: expresa el valor monetario de la producción de bienes y servicios de demanda final de un país o región durante un período determinado, normalmente de un año.

⁵Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2012), *“Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera”*, México, Fondo de cultura económica (pp. 304).

En 2008 los mecanismos de las tasas de interés influyeron con mayor fuerza en la oscilación cambiaria derivada de la crisis.

De igual forma se estudiará el impago, resulta evidente que un país inmerso en una crisis económica tiende a mostrar una incapacidad de pago, por ello es necesario comprender como es que las naciones deudoras manejan su comportamiento respecto a sus compromisos de financiamiento externo, con organismos como el Fondo Monetario Internacional, puesto que pueden derivar en privatizaciones o una nueva forma de establecer pagos e incluso, lograr acuerdos que retrasen el pago de la deuda o planteen una renegociación.

Lo relevante de comprender las variables recae en la necesidad de afrontar la vida después de la crisis, entender cómo se repartirá la nueva deuda y que tanto afectará a la población en general, pese a que es un tema que tiende a ser más político que económico.

1.9 Justificación

Para alcanzar las metas propuestas, se aprovechará la experiencia de los tres autores citados a fin de generar herramientas que permitan estudiar los indicadores que muestran un comportamiento atípico en una crisis financiera. Se parte del supuesto que incluye la posibilidad de tratar una serie de datos adaptada al periodo de estudio que comprende de 1982 al 2015. Además, se resalta la importancia de cada uno de los elementos que integran las series de datos históricos y su relación con la identificación de crisis financieras.

Este estudio puede impactar áreas como Finanzas, Economía, el área de Ventas, y los Precios e Insumos, entre otras, derivado de que el análisis de datos históricos es útil para diversos campos del conocimiento.

La investigación pretende colaborar con el análisis de las crisis financieras de 1982 a 2015 a través del estudio de indicadores como lo son el crédito, inflación, deuda todo esto en un periodo de tiempo que involucre el antes y el después de las crisis económicas con mayor impacto.

Se retomará la perspectiva de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff para poder entender qué papel juegan las crisis en la clasificación que proponen los autores respecto al endeudamiento, mientras que Charles P. Kindleberger darán un enfoque acerca de la coyuntura histórica y política existente entre países, por ejemplo, de Estados Unidos y México en el periodo de crisis del 2007.

El propósito fundamental de identificar el aspecto teórico e histórico, es analizar cómo nacen y se desarrollan las crisis financieras para obtener un panorama específico derivado del estudio de Reinhart, Rogoff y Kindleberger que permita relacionar las políticas económicas con el momento en el que se sitúan las crisis.

Capítulo 2 Estado del Arte sobre Crisis Financieras

2.1 Definición de Crisis Financiera

Una crisis financiera es una interrupción más o menos abrupta que provoca pérdidas significativas en el valor de las instituciones financieras y los activos, que tiene un impacto decisivo en el desempeño financiero y económico general del país de origen, y conduce a desequilibrios en las instituciones financieras y los activos. (Torres, 2012), Demanda de instrumentos financieros Financiada por operadores económicos y agentes o intermediarios financieros, pero las crisis tienden a tener causas a largo plazo, no un evento aleatorio. Si estos fueran eventos aleatorios, sería imposible desarrollar una teoría de la crisis financiera. En la mayoría de los casos, las crisis financieras provocan crisis económicas. En tiempos de crisis, el PIB tiende a disminuir, la liquidez disminuye y los precios de las acciones y las propiedades caen.

Una recesión ocurre cuando el crecimiento del PIB se desacelera o el PIB se contrae. Durante una recesión, los precios inmobiliarios caen, el desempleo aumenta y los préstamos comerciales y la inversión caen. Una recesión es cuando una crisis económica es devastadora,

una recesión es cuando una crisis económica es severa pero no devastadora. La recesión y la depresión son similares. En cualquier caso, la economía se contraerá y la tasa de desempleo aumentará. Sin embargo, la depresión es más grave y suele durar más tiempo.

2.2 Introducción

La terminología del Estado del Arte surge como una forma de señalar lo más actual e innovador respecto algún artefacto o proceso dentro del campo tecnológico, en cambio, para el campo de la investigación se enfoca en el análisis y la profundidad sobre la cual se ha investigado un tema de forma previa. (Muños, 2011).

Con el propósito de recapitular los antecedentes y la obtención de información que pueda generar o ampliar los enfoques de la investigación, se ha realizado un estudio de los objetivos y alcances que pretenden llegar al análisis de la situación que engloba una crisis económica y el uso de las variables que fueron utilizadas respecto al marco teórico e incluso con la temporalidad en la que se llevan a cabo.

2.3 Estudios generales sobre las crisis financieras

Al ser uno de los acervos más amplios y completos del país, el cual incluye publicaciones de algunos de los autores más destacados y con mayor solidez en el ambiente de la investigación en México, la presente tesis comienza un análisis basado en las revistas, artículos, tesis y tesinas extraídas de la recopilación de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), siendo fundamental la delimitación mediante palabras claves que resultan esenciales para poder acotar la búsqueda, las cuales fueron las siguientes;

- A) Crisis financieras
- B) Regulación Bancaria
- C) Ciclos económicos

Debido a la relevancia de los hechos históricos planteados por los autores, se decidió utilizar como palabra clave “crisis financiera”, esto permitió conocer la definición que engloba cada uno de sus trabajos, si se habla de las causas o de las consecuencias de cada crisis, el contexto histórico y que un mismo término puede llegar a ser abordado de diversas formas.

Otra de las palabras claves fue la “regulación económica”, en cuanto a la decisión de considerar este término fue a causa de la introspección e investigación previa del tema, la cual deriva en escenarios en los que las crisis se pudieron haber minimizado de haber sido por una mayor intervención del Estado.

En cuanto al termino ciclos económicos se decidió añadir a razón de la identificación en algunas de las crisis que mostraban que en época de auge o de expansión se convertía en un punto de partida hacia una crisis, provocando la necesidad de conocer el comportamiento de los ciclos económicos.

Este análisis permite conocer los antecedentes de nuestros objetivos de investigación, se procedió a realizar el Estado del Arte de las revistas y publicaciones científicas que pudieran influir o marcar un precedente, considerando como año base 1995 hasta las publicaciones más recientes. El proceso destaca que, dadas las limitaciones de las plataformas digitales e incluso la obtención del material físico de años anteriores, no se profundizó más en el periodo de estudio, solo se obtuvo un panorama amplio que tras haber considerado todas estas variables se logro identificar alrededor de 41 textos que aparentemente guardaban algún tipo de relación con el tema de la investigación, no obstante, al realizar un análisis detallado, se ha podido demostrar que únicamente 11 de estas publicaciones tienen alguna relación con los autores, el marco teórico que plantean, la temporalidad o alguna variable a considerar.

De igual forma, es importante señalar que, en cuanto a las revistas y artículos se ha encontrado algunas generalidades y por otro lado se han identificado algunas carencias que resultan fundamentales para este trabajo de investigación, dentro de las cuales destacan:

- I. La mayoría de los artículos y publicaciones carecen de un vínculo o consideración con los autores clásicos, centrándose únicamente en el aspecto cuantitativo o en teorías y opiniones actuales.

- II. Se ha podido identificar que una mínima parte de los artículos vienen de revistas académicas e intelectuales, tendiendo a repetirse los artículos en revistas de carácter comercial, lo cual produce investigaciones sin el suficiente marco teórico e histórico.
- III. Es notorio que una gran cantidad de artículos e investigaciones tienden a centrarse en las consecuencias, dejando a un lado el origen y precedente de las crisis económicas.
- IV. No obstante, una pequeña parte de estas investigaciones rescata el papel del abaratamiento del dinero y de la desregulación en la oferta del mismo, lo cual ha permitido explorar las ideas para generar un mayor análisis.

A continuación, se analizan los artículos e investigaciones, qué fungieron como punto de partida para la investigación:

1) *Cuevas (2011)* El autor realiza el planteamiento desde un marco teórico keynesiano haciendo referencia a la instrumentación de políticas anti cíclicas adoptadas por México y Canadá, posteriores a la crisis financiera en 2008, siendo uno de los factores primordiales para el surgimiento de la crisis de Estados Unidos la carencia de regulación y supervisión de la banca de igual forma señala que el abaratamiento del dinero fue uno de los detonantes que provocaría el sobreendeudamiento de la población.

Para el caso mexicano (Cuevas, 2011) señala como tardía la aplicación de medidas anti cíclicas con el fin de atenuar el efecto de las crisis financieras en México, su estudio señala una relación estrecha de Estados Unidos que impacta directamente a Canadá y a México, utilizando como principales indicadores macroeconómicos la Tasa de Interés de Fondos Federales (TIFF) y de la Tasa Prima Bancaria (TPB) de Estados Unidos, el PIB, la correlación de los ciclos económicos del sector Industrial correspondiente a los tres países y los ciclos del sector secundario y terciario.

Los gobiernos adoptaron medidas para canalizar el apoyo a los sectores con mayor vulnerabilidad, exponiendo la tardía reducción de las tasas real de interés en México, sin embargo, no se plantea el impacto de una reducción en una economía en desarrollo en el corto o largo plazo, su análisis tiene un objeto de estudio que abarca desde 1999 al año 2010, organizando su estructura desde las causas, lo que detono la crisis, las consecuencias y finalmente una comparativa de las políticas anti cíclicas en los tres

países, pero solo enfocado a la crisis Estadounidense, careciendo de un análisis que compare otra crisis económica que permitan ver la relación existente con una aplicación de instrumentación de políticas anti cíclicas, es por ello que se ha llegado a la conclusión de ser necesaria una mayor temporalidad para la presente tesis en donde no sólo abarca el estudio de la crisis del 2008, es decir, la investigación que se ha realizado incluye un marco histórico desde el año 1982 generando un mayor sustento histórico y político, que logrará tener un punto de referencia que permita hacer una análisis comparativo, además de que la investigación estudia el comportamiento de Reinhart y Rogoff que parten de una base de datos con índices económicos de más de 60 países.

2) *Moritz (2012)*, El análisis de este artículo parte de un marco teórico enfocado en la postura heterodoxa (post-keynesiana) y la ortodoxa, abriendo el debate mediante un énfasis en la política fiscal de cómo es que ha impactado las crisis económicas en su proceso de recuperación, no obstante, lo que se ha rescatado de esta investigación ha sido la metodología para realizar el análisis comparativo de algunas economías globales (México 1994, Corea del Sur 1997, Rusia en 1998, Brasil 1998 y Argentina 2001), en donde el autor parte del impacto en la política económica derivado de la implementación de estrategias de apertura financiera destacando la corriente keynesiana (Mortiz, 2021), para posteriormente realizar una comparativa de la situación de cada economía en desarrollo, dividiendo en grupo el estudio según las similitudes, en este caso, se agrupo México y Brasil pues ambas economías integran una Tasa de crecimiento similar. Sin embargo, el análisis permite demostrar diferencia a pesar de tener similitudes en cuanto la tasa de crecimiento, una de las medida adoptadas fue la estrategia neoliberal de recurrir a créditos que permitieran mejorar la relación y la fiabilidad que México transmitiera a los inversionistas restando autonomía debido al cumplimiento de su deuda, es por ello que el autor menciona que el cumplimiento de la política fiscal resta autonomía para tomar medidas que propongan un aumento en el crecimiento económico. De igual forma Brasil recurrió a préstamos de instituciones internacionales, sin embargo, priorizó la estimulación de la demanda a través del gasto público para el crecimiento económico. La relación existente del gasto público con el PIB para México se manifiesta en las crisis financieras, debido a que afectan a las variables macroeconómicas, debido a que gasto el

público no alcanza nunca niveles pre-crisis, (*Mortiz 2021*). El objeto de estudio comprende del año 1990 al 2010.

3) *Valdés (2013)*, Utiliza el método de correlación simple, para analizar la dependencia de México y Brasil hacia los mercados financieros, enfocando dicho estudio a la utilización de variables macroeconómicas como lo son el Índice de Precios y Cotizaciones en México y el Índice Bovespa que cotiza en la Bolsa de Sao Paulo, ambos índices se recabaron de manera semanal partiendo de 1975 al 2010. Pese a que se utilizan indicadores económicos diferentes, el autor hace mención del supuesto de Reinhart (1996) quien plantea un contagio derivado de las crisis financieras. Posteriormente el autor señala diversas posturas, entre ellas que correlación se presenta cuando hay alta volatilidad. Finalmente el estudio arroja que más allá de generarse un contagio existe una estructura de dependencia, para el análisis de esta la investigación no presenta relevancia puesto que el autor desarrolla un modelo que pese a recabar datos de 1975 carece de un marco histórico que permita entender los fundamentos suficientes para asemejarse a la postura de cada uno de los autores mencionados respecto a la dependencia de los países en vías de desarrollo respecto a los mercados financieros.

4) *Hernández (2011)*, Analiza un periodo de crisis financiera en México de 1991 a 1996 con el propósito de brindar un modelo económico predictivo. adoptando metodología de la estadística descriptiva para dar pauta a los procesos de dicho estudio, fueron tomados como muestra los estados financieros anuales (información de la CNBV) de las entidades financieras afectadas por la crisis económica para revelar el año de estudio que tuvo una mayor intervención (1995).

La variable dependiente fue integrada por aquellas instituciones financieras que tuvieron intervención de FOBAPROA mientras que la variable independiente fue integrada por 14 ratios financieros que ayudan a medir a solvencia, liquidez y endeudamiento, (*Hernández 200; Marín 2004*). El método utilizó la técnica de análisis de regresión logística, finalmente se realizó una correlación bivariada para saber si dos variables tienen alguna relación entre sí. Este artículo aporta un antecedente al estudios de las crisis bancarias en cuanto a la metodología respecto al planteamiento de un modelo predictivo, debido a que

ha analizado la información financiera disponible y que permita generar y medir indicadores como lo son la liquidez y endeudamiento mediante la utilización de ratios financieros, no obstante se ha detectado que no presenta una relación entre la introducción y conclusión, se menciona que la intervención tiene como consecuencia el evitar una crisis en las instituciones bancarias y al concluir el estudio no solo carece de un marco histórico, sino que pese al modelo realizado no se puede confirmar que es lo que origino a la crisis o la relación con la falta de regulación de las instituciones financieras. por lo tanto, al momento de trasladarlo o relacionarlo a la presente investigación resulta incompatible además de qué el artículo únicamente analiza de 1991 a 1996 no se encuentra la relación con la crisis financiera del 2008.

5) *López (1998)* El presente artículo esta enfocado en las políticas monetarias, específicamente en el papel que juegan las autoridades y como se ve reflejado su rol en las crisis financieras desde la gran depresión económica de los Estados Unidos durante los años treinta, donde se considera al banco central como prestamista de última instancia y para el caso mexicano el análisis del Banco de México en la crisis financiera de 1994, el autor retoma planteamientos de Rogoff y Reinhart los cuales forman parte de el aspecto teórico de la presente tesis.

6) *Soto (2017)*, El artículo estudia como son los efectos de una crisis económica a raíz de la elección de un presidente en Estados Unidos, por lo que el análisis que presenta, en este caso es enfocado en las propuestas comerciales que plantea el candidato a la presidencia Donald Trump y la candidata Hillary Clinton con el objetivo de identificar algunas contradicciones dentro de sus propuestas que impacten de manera negativa al sector comercial en México, el estudio tiene un metodología de corte correlacional enfocado a teorías imperialistas con un estudio exploratorio y descriptivo, seleccionando variables como las remesas y el Índice de volumen físico, es por ello que pese al hablar de cómo es que en materia inmobiliaria y en el incremento de la deuda interna y cartera vencida se puede generar una crisis económica, la autora enfatiza en el análisis realizado desde la perspectiva política, por lo tanto, el artículo no resulta del todo relevante para la tesis.

7) *Ibarra (2008)*, El artículo ha destacado debido a que, a pesar de que se han ofrecido diversos créditos de cartera a los sectores productivos realmente no han ayudado al desarrollo de la economía no obstante han marcado la pauta como riesgo a la oferta y una debilidad para las crisis económicas a causa de la de regulación de la misma, no obstante se ha llegado a la conclusión de que no profundiza lo suficiente para relacionarse a la presente investigación pues el artículo no esclarece la temporalidad del análisis, ni el marco teórico o histórico, no se lleva a cabo un estudio detallado de las variables macroeconómicas, solo enlista acciones para la mejorar la corresponsabilidad, un menor impacto en las pequeñas economías y una orientación hacia la implementación de políticas públicas, con el fin de que el impacto de las crisis financieras no repercutan de la misma forma en los sectores más desprotegidos, no esclarece una conclusión después de las propuestas por lo que únicamente se ha decidido rescatar éste artículo como un precedente, de las publicaciones que señalan como un riesgo el abaratamiento del dinero y los procesos para su obtención.

8) *Selley (2013)*, El enfoque que plantea el artículo no está del todo relacionado a la tesis, sin embargo, se decidió analizar debido a la comparación que realiza entre tres bancos centrales del mundo; La Reserva Federal, El Banco Central Europeo y el Banco de México, con el propósito de identificar las variables o indicadores económicos que permiten ver la toma de decisiones de un momento en específico, en este caso se habla de la crisis del 2008 para ver las medidas adoptadas para atenuar los efectos de la crisis financiera, en algunos casos mediante la intervención de las instituciones financieras y el análisis de los factores cíclicos que reflejan una proyección de las políticas. La principal variable es el desempleo y la metodología está compuesta por tres partes, la primera integra las intervenciones de los bancos centrales respectivamente, la segunda habla a cerca de la toma de decisiones en el periodo de crisis y la tercera parte habla de una propuesta que refiere una modificación el La Ley Orgánica estableciendo un mandato dual para Banxico (*Selley, 2013*).

La Fed enfrenta el periodo de crisis derivado de las hipotecas subprime a través de la

TAF y el rescate financiero de algunas instituciones, por otro lado, menciona que BCS optó por un incremento en las tasas de interés mientras que Banxico se enfocó en mantenerla. Sin embargo, destaca la toma de decisión de instrumentar la acumulación de reservas internacionales (*Selley, 2013*), práctica que se cuestiona dado que se pudo atenuar el impacto de la crisis en los sectores de mayor vulnerabilidad. Se concluyó que la naturaleza de este artículo es de carácter monetario, pues solo se enfoca en la comparación de medidas aplicadas entre los distintos países y como es que se transformaron en unidades monetarias, además, las intervenciones de los bancos centrales no son metodología, representan una descripción de sus comportamientos. Tampoco son metodología la manera en que los bancos centrales toman decisiones y las propuestas de modificación de la Ley Orgánica, por lo tanto, no está relacionado el artículo a la presente investigación.

9) *Chapoy (2015)*, En apariencia, el texto se centra en cómo es que la banca nacional afronta las crisis económicas expresado mediante una antalogía, de igual forma rescata un aspecto histórico muy dado que analiza desde 1914 hasta la crisis del 2008. No obstante, su base teórica señala que a pesar que Estados Unidos tiende a estar en la periferia del mundo y como las grandes potencias tiende a generar las crisis económicas mundiales, sin embargo, esto no resulta afectado de forma certera como en los países de desarrollo, de igual forma hace hincapié en cómo es que el patrón oro ha ido cambiando hasta nuestra época.

10) *Basilio (2018)*, Al igual que con otros autores previos, la premisa de este texto ha señalado de forma tajante que los orígenes de las crisis económicas tienden a ser por parte del abaratamiento del dinero y principalmente de las malas gestiones y procesos para la obtención del mismo, sin embargo, Una opinión que recibe un cierto consenso es que aquella crisis fue causada por el fuerte aumento de las tasas de interés durante el experimento monetarista

En este caso el análisis de este artículo se basa en el estudio de algunos países como lo son Brasil, Chile, Colombia, México y Perú y las restricciones que enfrenta la instrumentación de políticas fiscales contra cíclicas bajo el régimen de metas de inflación

(*Basilio 2018*). La estructura que presentan divide las metas inflacionarias la cual solo podrá llevarse a cabo con la independencia administrativa del Banco Central, propiciándole una mayor autonomía y eficiencia, la implementación de políticas fiscales y monetarias y finalmente la realización de un análisis de elasticidad.

Los índices económicos que se toman en la investigación son el tipo de cambio, el PIB, la inflación, la deuda interna y la deuda externa. La autora enfatiza en que, derivado de la contracción de la actividad económica posterior a la crisis del 2008, una de las medidas adoptadas fue el aumento del gasto que como consecuencia tendría un efecto recesivo, mientras que la política fiscal disminuiría los impuestos con el objetivo de la captación de inversión. Sin embargo, México y Brasil son los únicos países que mantiene una medida fiscal pro cíclica, pese el bajo crecimiento del PIB. Al analizarlo, el artículo enfatiza en cómo es que este tipo de riesgos afectan los indicadores monetarios, con un enfoque que engloba las medidas adoptadas por los Bancos Centrales para enfrentar una crisis económica, por lo tanto, ha divergido de la presente tesis, cuya investigación parte de aquellos datos con una perspectiva enfocada en indicadores macroeconómicos.

11) *Armendáriz (2017)*, Utiliza un índice de condiciones financieras que permite agrupar diversos indicadores y resumir la información de cada uno de ellos para tener una misma interpretación, la cual incluye una estimación mensual del 2004 al 2016 en donde se analizan 30 variables con objetivo de conocer los periodos de estrés financiero.

Los indicadores de salud financiera a menudo se construyen como un promedio ponderado de un conjunto de variables representativas. (*Armendáriz 2017*) este método permite sintetizar la información, tomando la referencia de *Mishkin y Eakins (2009)* se mencionan cinco factores que pueden propiciar una crisis; mayores tasas de interés, incertidumbre, problemas en el sector bancario, desbalances fiscales y efectos en la caída del mercado de valores. Dentro de la clasificación de las 30 variables, destaca en IPC, Tipo de cambio, Tasas de interés y el Índice de morosidad, posteriormente se analizó como fue la metodología para la creación del índice de condiciones financieras. No obstante, este índice se centra en indicadores del mercado bursátil, por lo tanto, se ha considerado solo la metodología para la creación del índice.

Cómo se mencionó al principio del estado del arte, únicamente 11 de los 41 artículos han estado relacionados de forma estrecha, sin embargo, se concluyó que ninguno de ellos aborda con la profundidad y la convergencia los aspectos teóricos e históricos.

Se lograron rescatar puntos que alimentan y sustentan el presente estudio, sin embargo, en los artículos mencionados no se hace alguna referencia a la literatura económica sobre las causas de las crisis financieras. Esta literatura se ha desarrollado mucho en las décadas recientes frente al aumento del número de los casos de crisis financieras. Desde finales de los años 1970s, se han presentado diversas interpretaciones de las causas de las crisis. El debate, entonces, se centra sobre el rol de los desajustes macroeconómicos, ligados a los errores de política económica, y el rol de las fallas en la organización institucional de la política económica.

Se destaca que otros autores señalan como una parte fundamental en la antesala de las crisis económicas, la falta de regulación ante la oferta de dinero, es decir que, ante el exceso de oferta y demanda de crédito ante la ciudadanía, aunado a tasas de interés elevadas que han generado un ambiente propicio para las crisis económicas, se considerará las premisas de estos artículos para el desarrollo de la tesis.

En cuanto a los otros 30 artículos, es notorio que han carecido de una visión más amplia o mayor énfasis en el origen de las crisis económicas, es decir, la gran mayoría de estos artículos han sido centrados en el análisis de las consecuencias de las crisis, de igual forma se han relacionado de forma tajante en la política fiscal, por lo tanto, la investigación ha adquirido mayor relevancia.

En cuanto a las tesis y tesinas de las cuales fueron seleccionadas 51, han arrojando algunas generalidades útiles para la investigación, destacando:

- A) Diversos autores han retomado a Reinhart, Rogoff, Kindleberger y Minsky, lo cual ha permitido tener un soporte en el marco teórico.
- B) Algunas tesis han marcado de forma clara el papel de la de regulación bancaria y el aumento de los intereses en el crédito ante una situación de impago.

No obstante, se han identificado otras generalidades que resultaron poco útiles, como lo son:

- A) Una gran parte de las tesis y tesinas se enfocan solamente el análisis de las crisis financieras europeas, perdiendo el enfoque del continente americano, en donde los autores coinciden en la importancia de diversos sucesos económicos como lo son la gran Depresión y la crisis subprime acontecida en Estados Unidos, la cual repercutió en el resto del mundo, principalmente en México.
- B) Por otro lado, se ha podido encontrar que dejan a un lado el aspecto de los antecedentes, centrándose en su mayoría en las conclusiones de las crisis financieras sin enfatizar los orígenes de la misma.

Seleccionadas con base en la temática relacionada a la tesis, han resaltado 15 tesis - tesinas que debido a su naturaleza se decidió estudiar en las próximas páginas, con el propósito de identificar el marco teórico y la temporalidad que estudia la tesis áreas de oportunidad y las áreas que no han sido exploradas en este tema. De igual forma, se retomará el conocimiento que permita facilitar y explicar el objeto de estudio de la tesis, el cual tiene que cumplir con el marco teórico establecido, el marco histórico, los índices económicos y la temporalidad en la que desarrollan su estudio.

A continuación, se analizan las tesis y tesinas, qué fungieron como punto de partida para la investigación:

- 1) *Calderón (2019)* habla de la crisis económica como un fenómeno recurrente en donde la debilidad financiera, la especulación y la ausencia de autoridad, engloba parte de los antecedentes que con llevan el desplome de los mercados financieros. El estudio utiliza un marco teórico basado en el modelo neoliberal en donde se consideran elementos básicos de la investigación “el libre mercado, autorregulación, la privatización de sectores estratégicos y la reordenación de las prioridades del gasto público” (Calderón 2019). Dicha tesis señala como una de las principales causas la falta de regulación del sistema financiero y la especulación como indicadores primordiales. La tesis de la facultad de ciencias políticas y sociales, deriva de un contexto histórico que comienza a partir de la crisis económica del 2008, partiendo del análisis de la formación de un sistema de pensiones en el año 1995 para poder comprender los cambios que se aproximan en las crisis financieras en este sector, también abarcan los principales efectos que contrajo tanto

a nivel mundial como particularmente, sin embargo, de manera particular sólo se enfatiza en el estudio derivado de la crisis del 2008 enfocado en los cambios de los últimos años que han tenido las reformas hacia las nuevas leyes Españolas, específicamente, con el tema de las pensiones. La relación con la presente tesis está en la visión de los factores que contribuyeron a una crisis financiera, al igual que el país al que va enfocado el estudio y la relación con el sistema de pensiones.

2) *Zamora (2018)*. La tesis está enfocada en el papel que juegan los productos derivados en una situación de crisis financiera, principalmente la del 2008. La tesis creada por un alumno de la facultad economía concluye que las causas que detonan las crisis no radican en los productos financieros, los cuales considera que no son más que una herramienta de crédito, el factor que denomina como la causa principal, se encuentra en el uso que se les da a estos productos financieros, así como la vigilancia por parte de las autoridades encargadas de su regulación, se señala de forma tajante una nula vigilancia del gobierno de Estados Unidos ante los indicadores financieros, lo que provoca en gran medida la crisis del 2008. Además de la falta de regulación, el análisis parte de un avance tecnológico que va de la mano con la evolución del sistema financiero. Se parte del origen y de las causas de la crisis actual, después del cómo se originan y posteriormente de un contexto histórico que comienza desde la primer gran recesión mundial, sin embargo, la investigación carece de un marco teórico.

3) *Flores (2017)*. Su principal enfoque parte del análisis de las crisis de deuda externa pública en 1982, a diferencia de la tesis anterior, parte de un marco teórico definido el cual contempla que las crisis pueden ser explicada bajo los conceptos de Minsky, específicamente la inestabilidad financiera por tratarse de un evento típico financiero Ponzi. Alejandra Flores (2017) analiza las posiciones de financiamiento en la economía mexicana desde 1970 hasta la crisis de 1982 donde identifica tres etapas del endeudamiento, la primera de 1970 a 1976 donde la economía mexicana tiene un estatus financiero de cobertura, es decir, cuenta con los ingresos suficientes para cumplir con el pago de su deuda gracias al acuerdo que llega con el Fondo Monetario Internacional, la segunda etapa de 1976 a 1981 provocó un estatus financiero especulativo derivado del descubrimiento de yacimientos de petróleo que propició que la economía mexicana se viera optimista al incremento de ingresos por futuras las

exportaciones petroleras, sin embargo, México comienza a aceptar créditos de otros bancos. Dentro del mismo contexto, la economía de Estados Unidos enfrentaba problemas de estancamiento con inflación en la última década y al ser uno de los países de peso importante en la Economía Internacional, se presentó el riesgo de que la Reserva Federal decidiera aumentar las tasas de interés. Finalmente, la tercera etapa en 1982 identifica una postura financiera Ponzi donde la economía mexicana ya no tenía acceso a más financiamiento, el aumento de las tasas de interés provocó que México enfrentará problemas de pago debido a que la adquisición de su deuda se realizó con una tasa de interés variable, lo que desencadenó una recesión productiva y la imposibilidad de pago, lo que significó una crisis en la dirección de PEMEX

La relación de esta tesis parte de la relevancia de integrar a Minsky como uno de los economistas más importantes de la historia para el análisis, además de reconocer el endeudamiento como un factor para el desarrollo económico. Dentro de las variables para poder contextualizar el planteamiento de la inestabilidad financiera, la investigación, relaciona *los factores económicos que influyen en el aumento de la deuda pública externa (Flores, 2017)*. *Los países en vías de desarrollo buscan créditos para la inversión de proyectos, infraestructura o cubrir déficits, las unidades económicas y éstos rendimientos pueden verse afectados por una disminución en los ingresos o bien por un alza en las tasas de interés (Flores, 2017)*.

4) *López, (2017)*. El autor toca algunos temas que se decidieron incluir, principalmente en la parte teoría, en la que resalta un enfoque neoclásico, donde una de las soluciones para la disminución de la pobreza es un cambio en la distribución del gasto público. El autor analiza la situación en México, partiendo de la discrepancia entre su aumento y la nula reactivación de la economía en los hogares mexicanos. Concluye que las crisis financieras son una consecuencia de la desregulación del sistema financiero y de la economía en general a causa de la globalización. La introducción y la conclusión carecen de relación, al analizar las crisis enfocadas solo a la globalización, se dejaron a un lado otras variables de gran importancia como lo son la tasa de interés, la demanda, el tipo de cambio y se enfocó solamente a el gasto público como la principal. El autor estudia el marco teórico respecto al gasto gubernamental que expone la teoría Keynesiana, pos keynesiana, el enfoque neoclásico y Minsky con su tema con la inestabilidad financiera, sin embargo, habla de los principios de economía de Marshall, Pigou, Wicksell, Wray, Forstater, por ello se decidió analizar la investigación pese a la dificultad de relacionar una sola teoría con un planteamiento general.

5) *Saavedra (2017)* La mayoría de las tesis se han enfocado en las malas prácticas financieras y en su falta de regulación: “Por falta de regulación y control los bancos y Wall Street ya desde 1926 venían propiciando el surgimiento de una burbuja accionaria, al fondear compras de acciones con un simple deposito del 10% de su valor y respaldando la compra venta de créditos”⁶, relacionando el análisis con Minsky y la inestabilidad financiera, sin embargo, Saavedra utiliza como marco teórico a la Escuela Austriaca. En este caso se menciona la quiebra de Lehman Brothers como un evento que marcó el inicio de las crisis financieras más severas que ha experimentado no sólo Estados Unidos, sino que esta tuvo un impacto a nivel mundial. Como principales variables se utilizan la tasa de interés, el PIB y la Tasa de Fondos Federales para poder concluir que la desregulación no solo permitió la formación de grandes bancos, sino que propició el uso de prácticas contables cuestionables que llevaron a ocultar información al público inversionista. Lo relevante del análisis es la perspectiva con la que se maneja la regulación financiera y las malas prácticas económicas, sin embargo, está más enfocada al papel de la corrupción de la información que en los orígenes y en las causas de la crisis, dentro de las modificaciones para mejorar la regulación financiera se habla de las leyes que surgieron en el mandato de Roosevelt para evitar nuevas crisis, una de las más emblemáticas fue la Ley Glass-Steagall⁷ donde se redujo la exposición de los bancos en posiciones de riesgo o vulnerabilidad lo que provocó una mayor seguridad y estabilidad en el mercado.

6) *González (2016)*. La investigación está enfocada a la falta de regulación del sistema bancario mundial, la cual se debe considerar como un detonante de la crisis del sistema financiero británico. Concluye que la crisis financiera moderna se deriva de un sistema financiero inestable como lo sucedido en la crisis de Estados Unidos que desde el verano de 2007 propicio inestabilidad en diversas regiones del mundo como en Europa. Las diferentes tesis que, a partir de Minsky, demuestran que en realidad se cumple las

⁶Krugman P. y otros, Introducción, 2009:29.

⁷La Banking Act impulsada por el Senador Carter Glass en el Congreso de EU forma parte de la regulación financiera del New Deal. Entre 1933 y 1934 se emitió la ILEY glass-Steagall, la Ley de Valores, la Ley del Mercado de Valores, la Ley (General) de Bancos, la Ley de Materias Primas, la Ley de Compañías de Inversión y la Ley de Asesores de Inversión.

hipótesis que, si una economía se sustenta en financiamiento especulativo y de tipo Ponzi, se tornará más inestable. Esta tesis analiza cómo es que la desregulación del sistema bancario repercute directamente en las crisis partiendo de los préstamos regulados y no regulados. Al momento de estallar la crisis financiera de los bancos británicos, el porcentaje de los préstamos titulizados⁸ era del 79% y los no titulizados del 21%, lo que nos habla de una marcada tendencia hacia los préstamos de baja calificación. Algunas variables a considerar, son las expuestas por el FMI, entre ellas se encuentra el índice de estrés financiero e índices como el PIB que permiten reflejar la situación británica, el comportamiento de los préstamos otorgados al sector privado, aquellos créditos regulados, el desempeño de los préstamos, etc. Queda claro el marco teórico que se utiliza en la investigación, mientras que el marco histórico se enfoca en los antecedentes de la banca central británica y sus principales bancos, partiendo de su rescate derivado de la crisis del 2008 que no hace comparable la situación en México.

7) *Sosa (2016)*. Analiza de manera teórica y empírica la transmisión y efectos de los desequilibrios bursátiles generados por la crisis financiera global del 2007 al 2015 en los principales mercados de valores europeos y americanos, concluye que se evidencia la importancia del proceso de liberalización financiera en las transformaciones de los patrones locales y regionales, impulsando la creación de una dinámica financiera global altamente concentrada, en la cual la constante retroalimentación de las empresas multinacionales y el desarrollo tecnológico han dado lugar a la nueva arquitectura financiera internacional actual. *Sosa (2016)* centra la investigación principalmente en el análisis de las consecuencias de las crisis y en su globalización, sin embargo, no define de manera concisa la diferencia entre mercado de capitales y mercado de dinero.

8) *Escobar (2015)*. Ante la falta de regulación de la banca en el crédito a la ciudadana, este tiende a generar burbujas económicas, que terminan provocando crisis económicas,

⁸Proceso de transformación de un activo financiero poco líquido (como una vivienda) en un título de renta fija más líquido, donde el banco transfiere el riesgo de crédito (propio de la cartera crediticia) mediante derivados de crédito a otra contrapartida.

por lo que el autor analiza las condiciones que propician y acrecientan su desarrollo utilizando como marco las teorías del ciclo económico. Partiendo de esta premisa, no solo se enmarca un tema mencionado con anterioridad, sino que se genera conciencia respecto a que regulación debería de brindar el Estado y cómo es que las Instituciones del mismo han sido incapaces de establecer las reglas para disminuir este tipo de riesgos. No obstante, se ha considerado que la tesis carece de énfasis en el análisis de las variables macroeconómicas, las cuales que se agregaran en la presente tesis. El autor se enfoca en las crisis del 1929 y 2008 en Estados Unidos, se habla a cerca de los efectos que tuvo la Gran Depresión en el Resto del Mundo, generalizando "América Latina", siendo importante el caso mexicano. Dentro de sus variables se encuentran las exportaciones, importaciones y el PIB.

9) *Frano (2014)*. La metodología que utiliza la tesis ha sido superior a las que se han estudiado con anterioridad debido al tamaño y la cantidad de datos que se han manejado, utilizando una muestra de alrededor de 166 bancos comerciales (*Frano, 2014*) del año 2008 al 2019 destacándose sobre otros estudios y análisis. A pesar que el tema es abordado desde una perspectiva puramente bursátil adaptada a un enfoque contable, es importante rescatar la metodología de la misma, en donde se expone una revisión literaria, no necesariamente estableciendo un marco teórico para consolidar argumentos que sustenten el modelo presentado en la tesis.

10) *Fierros (2012)*. El autor señala de forma puntual como es que, el exceso de oferta de dinero ha generado una carente regulación en el acceso al crédito. Al intentar colocar un crédito barato se ha ignorado las condiciones de los agentes que lo consumen, generando que a mediano y largo plazo este tipo de "facilidades" terminen en catástrofe. La tesis ha permitido generar un marco teórico amplio, con mayor peso gracias a la inclusión del autor para realizar el análisis respecto a llamada sobre acumulación de capital-dinero especulativo de Alejandro Dabat donde se evidencia que el desarrollo de la liquidez juega un rol fundamental para el capitalismo mundial, posteriormente se hace un recuento de la década de los ochenta respecto a los mercados de capitales y sus mayores receptores de liquidez a nivel mundial. La temporalidad empleada por el autor, permite analizar de

forma comparativa los préstamos internacionales y la evolución de los flujos de capital, donde *Fierros (2012)* concluye que una mayor cantidad de liquidez es proyectada como inversión, la cual es la base de un mercado hipotecario cuyo sistema bancario es deficitario y carente de regulación.

11) *Rojas (2009)*. Durante un análisis superficial, el trabajo de investigación parecía no tener una relación directa con la presente tesis, no obstante, el marco teórico es enfocado en la inestabilidad financiera que presenta Minsky, donde expone la falta de liquidez de las empresas que mediante un esquema Ponzi donde las empresas van capitalizándose a través de la inversión de nuevos integrantes, siendo un círculo vicioso en donde nunca existe inversión alguna, teniendo como consecuencia, un aumento de las tasas de interés provocando que el precio de los activos aumente y el precio de la inversión disminuya (*Rojas (2009)*). Respecto al caso mexicano, se enumeran las empresas estatales desarrolladas en un periodo de 1920 a 1982 y los efectos posteriores a una crisis, como la disminución de las mismas, por lo que realiza un diagnóstico de empresas con un esquema Ponzi, además del comportamiento crediticio de 1998 al 2004 en México, por ellos se decidió enfocar aquel rescate que realiza la autora a clásico como lo es Minsky y en cómo lo integra en los mercados financieros internacionales y como ha formado parte de la globalización.

Se ha decidido considerar como fue la convergencia de un autor clásico con un tema actual, es decir su metodología, debido a un mayor énfasis en la globalización, se estudia el impacto y los cambios en las instituciones a raíz de las crisis.

12) *Basilio (2008)*. Esta tesis estudia el contexto histórico respecto a las políticas fiscales aplicadas en México desde 1983 hasta el 2005, analizando su relación con el crecimiento económico y las políticas de estabilización monetaria que fueron aplicadas durante ese periodo, al igual que otros autores, se recomienda un menor gasto gubernamental con el propósito de impedir una propagación de demanda agregada por arriba de la oferta de equilibrio (*Basilio, 2008*) y a pesar de no tener una relación estrecha al tema de esta tesis, es importante comprender que el análisis histórico respecto a la implementación de la

política fiscal, para poder identificarla antes y después de los periodos de crisis en nuestro país.

Los indicadores que utiliza la autora son principalmente el ingreso, el gasto, el PIB, la inversión pública y el ingreso público y la deuda de 1960 a 1982, pero el modelo económico que presenta, las principales variables son la Tasa de crecimiento del PIB, impulso fiscal, inflación, tasa de crecimiento de la inversión pública y privada, exportaciones netas y la respuesta de las finanzas públicas, abarcando solo de 1951 al 2004, periodo que dista mucho de un análisis enfocado a la crisis del 2008.

13) *Gaona (2007)* Como se menciono anteriormente a la par de la recapitulación de otros autores, el abaratamiento de crédito es una de las principales causas de las crisis financieras, no obstante, esta tesis ha aportado otra perspectiva, pues no se había abarcado desde la perspectiva de los deudores, cómo es que ellos adquieren créditos sin consultar el monto real del mismo, además de qué es lo que el Estado debería de hacer para apoyarlos y no caer en la morosidad, como aquel acuerdo que menciona la autora celebrado en 1995 entre el Gobierno Federal y la ABM, para evitar un posible estancamiento de pagos por parte de los deudores. Esta investigación es tomada en cuenta para el planteamiento teórico a pesar que la tesis se enfoca principalmente en la reestructuración de los créditos hipotecarios durante los programas gubernamentales.

14) *Escobar (2007)*. Esta tesis respalda la teoría de qué la regulación del sistema bancario es un eje fundamental para las crisis económicas, además resalta el proceso de globalización y cómo es que parte del desarrollo de los bancos es ofrecer crédito a personas que incluso no pueden pagarlo, lo cual nos lleva al análisis de carteras vencidas y este otro mercado que forma parte de la economía.

El autor estudia el periodo 1995-2002, la tesis fue escrita en el año 2005 por lo tanto, la investigación dista de la situación actual en México, sin embargo, visualiza las consecuencias de la implementación del proceso de desregulación que se refleja en crisis financieras bancarias.

15) *Duran (2003)*. El autor retoma de forma sustancial los conocimientos de crisis bancarias de Kindleberger, Minsky y Fisher, dando un enfoque heterodoxo a la investigación. *Duran, (2003)* estudia el origen de la Banca Central y las funciones que establece Minsky, según debe cumplir. Seguido de Minsky y Fisher, el autor enfatiza en el estudio del fenómeno denominado crisis financiera que va de la mano con Kindleberger y el estudio de las manías, pánicos y cracs. Finalmente, el entrelazamiento del planteamiento de los autores, permite denominar los objetos de especulación y agrupar aquellas crisis financieras que los representan, desde 1763 a 1985.

La segunda parte de la tesis contempla una perspectiva ortodoxa respecto a las crisis financieras las cuales se sustentan en la información asimétrica, contemplando el modelo presentado por *Mishkin, F. (1991)* quien expone que las crisis financieras pueden ser planteadas como desequilibrios impulsados por el riesgo moral, destacando como factores que lo desarrollan al incremento de las tasas de interés, caídas en los activos de la bolsa de valores, mayor incertidumbre, pánicos y reducción del nivel de precios.

Se habla de la crisis del sistema financiero en México en 1982, retomando sus antecedentes desde 1971. Se consideró como un trabajo de análisis debido al marco teórico, pese a la diferente temporalidad y la comparación con otras corrientes teóricas.

Tras analizar 51 tesis y tesinas, ha quedado claro que el tema crisis financieras ha sido tomado y estudiado desde distintas perspectivas, no obstante, ninguno ha tomado y convergido tanto el aspecto histórico, cultural y estadístico. Esto no quiere decir que los otros trabajos han carecido de una metodología científica simplemente han tenido otro enfoque.

Al realizar una recapitulación del análisis, ha quedado claro que al igual en los artículos, la carencia de la regulación del crédito es un eje fundamental para el desarrollo de las crisis y que la liquidez de dinero por parte de la banca marca el parte aguas para identificar la profundidad de la misma. Otros autores han llegado a la conclusión de que los países en la periferia son “el paciente x” de esta enfermedad llamada crisis financiera, sin embargo, estos carecen de asumir las consecuencias a comparación de países en vías de desarrollo.

Tras haber realizado el estado de arte en artículos de revistas, publicaciones académicas, tesis y tesinas el interés de la presente tesis radica en identificar los precedentes de crisis financieras, ¿Qué las causa?, ¿Qué variables se han repetido a lo largo de la historia?, ¿Qué papel juegan los ciclos económicos en las crisis?, toda esta información con el propósito de generar un modelo para identificar los indicadores previos a una crisis financiera.

Capítulo 3 El enfoque de Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart para comprender los orígenes de las crisis financieras

3.1 Introducción

Kenneth Saúl Rogoff, actualmente de 63 años, es un reconocido estadounidense que se desarrolló en el ámbito profesional como economista, gracias a la licenciatura y maestría cursada en la Universidad de Yale en 1975 y posteriormente un Postgrado en el Massachusetts Institute of Technology. Rogoff comparte sus años de experiencia como catedrático en las asignaturas de economía y política pública en la Universidad de Harvard. Dentro de sus aportaciones intelectuales dentro del ámbito económico, destacan algunos de sus libros, entre ellos la publicación *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* 2009, junto a Carmen Reinhart, *The Curse of Cash*, publicado en 2016, *A Decade of Debt* publicado en 2011, *The Second Great Contraction: From This Time Is Different* publicado en 2011, *NBER Macroeconomics Annual 2000* publicado en el 2000.

Es notorio que Kenneth Rogoff fijo sus proyectos e investigaciones en el estudio de los fenómenos macroeconómicos, teniendo énfasis en el análisis del manejo del dinero, además del estudio derivado de los ciclos económicos.

Por otra parte, Carmen M. Reinhart quien nació el 7 de octubre de 1955, actualmente de 65 años, estudió economía en la Universidad Internacional de Florida y cuenta con un posgrado

en la Universidad de Columbia. Dentro del aspecto profesional, trabajó en el departamento de investigaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y al igual que Rogoff, fue catedrática en la Universidad de Harvard. Actualmente es la vicepresidenta del Banco Mundial y la primera economista del mismo.

Dentro de sus publicaciones más reconocidas se encuentran numerosos artículos publicados en *Economic Review*, *Journal of Political Economy* y *Quarterly Journal of Economics*, además de "The Aftermath of Financial Crises", NBER Working Paper N° 14656. 2008, 2009: "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press", 2010: "Growth in a Time of Debt", Carmen M. Reinhart y Kenneth Rogoff, National Bureau of Economic Research, January, entre otras. "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press" (2009), es uno de sus trabajos más reconocidos y como se menciona anteriormente, fue trabajado de manera conjunta con el economista en jefe del FMI, Kenneth Rogoff.

Sin embargo, los estudios y trabajos de Kenneth Rogoff han sido marcados por la polémica y algunas críticas. En el año 2010, el autor publicó el documento llamado *El crecimiento en un periodo de deuda* junto a su colega, la economista Carmen M. Reinhart, el cual en un principio fue aceptado por algunas de las principales instituciones internacionales, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea. La premisa básica radicaba en que, el aumento de la deuda pública a un grado del 90% del Producto Interno Bruto produciría un crecimiento del -0.1% ; lo cual derivó en la recomendación de medidas económicas de austeridad, provocando crisis económicas más profundas.

En el 2013 se refutó la premisa de Rogoff y Reinhart con el documento titulado *Does high public debt consistently stifle economic growth a critique of Reinhart and Rogoff* escrito por Michael Ash, Robert Herndon, Michael Ash y Robert Pollin y Thomas Herndon, el cual identificó errores de cifras y errores de cálculos en las fórmulas utilizadas, concluyendo que con el mismo modelo y los datos corregidos una deuda pública del 90% del PIB generaba un 2.2% de crecimiento.

Gráfica 1. Relación del PIB real con el nivel de deuda

**Appendix Table 1. Real GDP Growth as the Level of Debt Varies: Summary
(annual percent change)**

Measure	Period	Below 30 percent	30 to 60 percent	60 to 90 percent	90 percent and above
Central (Federal) government debt/ GDP-					
Advanced economies					
Average	1946-2009	4.1	2.8	2.8	-0.1
Median	1946-2009	4.2	3.0	2.9	1.6
Emerging Markets					
Average	1946-2009	4.3	4.8	4.1	1.3
Median	1946-2009	5.0	4.7	4.6	2.9
Total (public plus private) Gross External Debt/GDP					
Average	1970-2009	5.2	4.9	2.5	-0.2
Median	1970-2009	5.1	5.0	3.2	2.4

Fuente: Reinhart, C; Rogoff, K (2010): Growth in a Time of a Debt

A lo largo de este capítulo se analizarán las aportaciones teóricas de los autores con el propósito de una recopilación de manera cuantitativa e histórica que engloba diversos tipos de crisis financieras, desde el impago soberano hasta los pánicos bancarios.

Las crisis financieras son un fenómeno que ha concurrido desde el inicio del apareamiento de los mercados financieros y monetarios, la única diferencia es que ahora podemos tener un panorama más amplio respecto a los dos tipos de crisis financieras, abarcando en dicho estudio la investigación previa que realizaron Reinhart y Rogoff a 66 países a lo largo de casi ocho siglos.

Se ha tomado la publicación *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (en español, *Esta Vez Es Diferente: Ocho Siglos De Disparates Financieros*) 2009, como base para la construcción de un marco teórico, debido a que el análisis planteado por los autores gira en torno a la información extraída de un gran aumento de bases de datos que abarca todo el planeta, por lo que se permite tener un enfoque con amplios periodos históricos que permiten reflexionar acerca de contexto en el que se propiciaron las crisis.

Respecto a los 66 países de los cual se ha obtenido información, esta proviene de África, Asia, Europa, Latinoamérica, Norte América y Oceanía. El periodo de tiempo que cubren los autores alrededor de 800 años, remontándose al momento de independencia de la generalidad de los estados. Los capítulos incluyen desde un manual operativo hasta las crisis bancarias, específicamente la crisis hipotecaria estadounidense para finalmente recapitular el aprendizaje obtenido.

3.2 Estudio de tipos de crisis, impagos y reprogramación de la deuda

Como se menciona anteriormente, los autores realizan un análisis del tipo de crisis y su temporalidad, comenzando con las crisis inflacionarias, donde destaca el interés de precisar el impacto del impago y no solamente la frecuencia del mismo. Varios estudios entre ellos los de Reinhart y Rogoff utilizan un umbral del 40% o más de inflación anual. Este tope ha sido elegido debido a la existencia de amplios censos que hacen referencia a un nivel perjudicial. En la generalidad de los asuntos, los autores creen que sucedió crisis inflacionaria, sin embargo, para poder llegar a esta conclusión se plantea la elección de establecer un propio umbral de inflación, (20% de inflación anual) esto fue gracias a que hacia el periodo preliminar de la Primera Guerra Mundial este umbral es demasiado alto, debido a que las tasas inflacionarias habían sido considerablemente más bajas.

Gráfica 2. Relación de la inflación de 1800 al 2008.

12.3 "Default" through inflation: Europe, Latin America, North America, and Oceania, 1800-2008

Country	Beginning of period covered	Share of years in which inflation exceeded		Numbers of years of Hyperinflation	Maximum annual inflation	Year of peak inflation
		20 percent	40 percent			
<i>Europe</i>						
Austria	1800	16.3	8.1	1	2,544	1922
Belgium	1800	4.3	0.0	0	29.5	1812
Denmark	1800	2.1	0.5	0	48.3	1800
Finland	1861	5.4	2.7	0	242.0	1918
France	1800	6.7	1.9	0	58.6	1946
Germany	1800	6.7	3.8	2	105,713,700,494	1923
Greece	1834	14.3	6.9	4	549,986,794	1944
Hungary	1924	15.3	3.5	2		1946
Italy	1800	10.5	4.8	0	491.4	1944
Netherlands	1800	1.0	0.0	0	21.0	1918
Norway	1899	5.3	1.9	0	152.0	1812
Poland	1800	14.4	6.2	2	51,699	1923
Portugal	1800	9.6	4.3	0	84.2	1808
Russia	1854	17.5	6.3	1	874.7	1923
Spain	1800	3.8	1.0	0	102.1	1808
Sweden	1800	2.4	0.0	0	36.0	1918
Turkey/Ottoman Empire	1800	19.8	11.1	0	115.9	1942
United Kingdom	1800	1.9	0.0	0	36.4	1800
<i>Latin America</i>						
Argentina	1800	23.0	10.5	4	3079.5	1989
Bolivia	1800	37.5	19.4	2	11749.6	1985
Brazil	1800	22.7	12.6	6	2947.7	1990
Chile	1800	18.7	4.8	1	606.1	1973
Colombia	1864	23.4	1.4	0	53.6	1882
Costa Rica	1937	12.5	1.4	0	90.1	1982
Dominican Republic	1943	16.7	9.1	0	51.5	2004
Ecuador	1939	33.3	14.5	0	96.1	2000
El Salvador	1938	8.5	0.0	0	31.9	1986
Guatemala	1938	8.5	1.4	0	41.0	1990
Honduras	1937	8.3	0.0	0	34.0	1991
Mexico	1800	12.0	4.3	0	159.2	1987
Nicaragua	1838	29.6	16.9	6	13109.5	1987
Panama	1949	0.0	0.0	0	16.3	1974
Paraguay	1949	32.9	5.7	0	115.5	1952
Peru	1800	14.3	8.8	3	7481.7	1990
Uruguay	1871	26.1	18.8	0	112.5	1990
Venezuela	1832	10.7	3.4	0	99.9	1996
<i>North America</i>						
Canada	1868	0.7	0.0	0	23.8	1917
United States	1800	1.0	0.0	0	24.0	1864
<i>Oceania</i>						
Australia	1819	4.7	1.1	0	57.4	1854
New Zealand	1858	0.0	0.0	0	17.2	1980

Fuente: Reinhart, C; Rogoff, K (2010): Growth in a Time of a Debt

Para la parte de derrumbes monetarios, se entiende como una depreciación monetaria anual por encima del 15%, además no sólo se ocupa la fecha inicial de los derrumbes, sino que también se contempla un espacio terminado en el que las depreciaciones anualizadas exceden tal preludeo.

Las degradaciones monetarias, han sido habituales y a gran proporción especialmente durante la guerra, esto se debe a la reducción de monetaria, pues el contenido de la plata de una moneda podía ofrecerles a los mercados el origen más significativo de financiamiento.

Reinhardt y Rogoff (2011) mencionan que el estallido en las burbujas de los activos suele ser complicada de analizar debido a que no es tan precisa la información acerca del importe principal de los activos que hay detrás una crisis financiera por lo que dicho estudio comprende el precio de la vivienda en varias economías a lo largo de las dos últimas décadas.

También es importante mencionar los tipos de crisis definidas por eventos, es decir, las crisis bancarias en pagos externos e internos, por lo que los autores proveen de un pequeño glosario para poder completar el marco conceptual y al discutir de las crisis bancarias. El estudio se enfoca en eventos, lo cual es problemático debido a la falta de información cuantitativa sobre la serie temporal de largo plazo, es decir, el número de acciones bancarias que se encuentran entre los indicadores analizados. Si estamos hablando de la ubicación más antigua en la muestra, o de países en desarrollo donde la mayoría de los bancos locales no tienen valores cotizados.

Otra opción, tomando como referencia lo sucedido en la crisis hipotecaria de Estados Unidos es el incremento de las bancarrotas o de créditos vencidos, sin embargo, el indicador de quiebras en el sector comercial y créditos vencidos suele tener como limitante la disponibilidad de la información y lo imprecisa que suele ser.

Dentro de estos límites, una crisis bancaria se define por un par de eventos: “Primero, una crisis bancaria que resulta en un cierre del sector público, fusión o una o más instituciones financieras; Las fusiones, adquisiciones o el apoyo gubernamental importante de grandes instituciones conducen a un conjunto similar de resultados para otras instituciones financieras. (Reinhart y Rogoff, 2011).

La crisis de la deuda externa habla de la incapacidad por parte del Estado en sus pagos respecto a la deuda externa, sin embargo, también existe el repudio por parte de la deuda como sucedió con el caso mexicano en 1867 cuando el gobierno de Juárez despreció dicha

deuda, aunque actualmente, lo más común es una restructuración de la misma.

Ahora bien, el otro lado de la moneda es la deuda interna, “*estas emiten bajo la propia jurisdicción legal de un país*” (Reinhart y Rogoff, 2011). Esto quiere decir que la deuda se emite en la moneda local y que los acreedores son los ciudadanos del país. Por lo general este tipo de crisis no involucran acreedores externos.

Por otra parte, el impago hace referencia a la incapacidad soberana en el pago de una deuda pública externa, interna o podría ser de ambas.

Reinhart y Rogoff analizan la intolerancia a la deuda⁹, la cual definen como muchos mercados están bajo una enorme presión para conseguir grados de deuda externa que luzcan manejables desde la perspectiva de un país desarrollado.

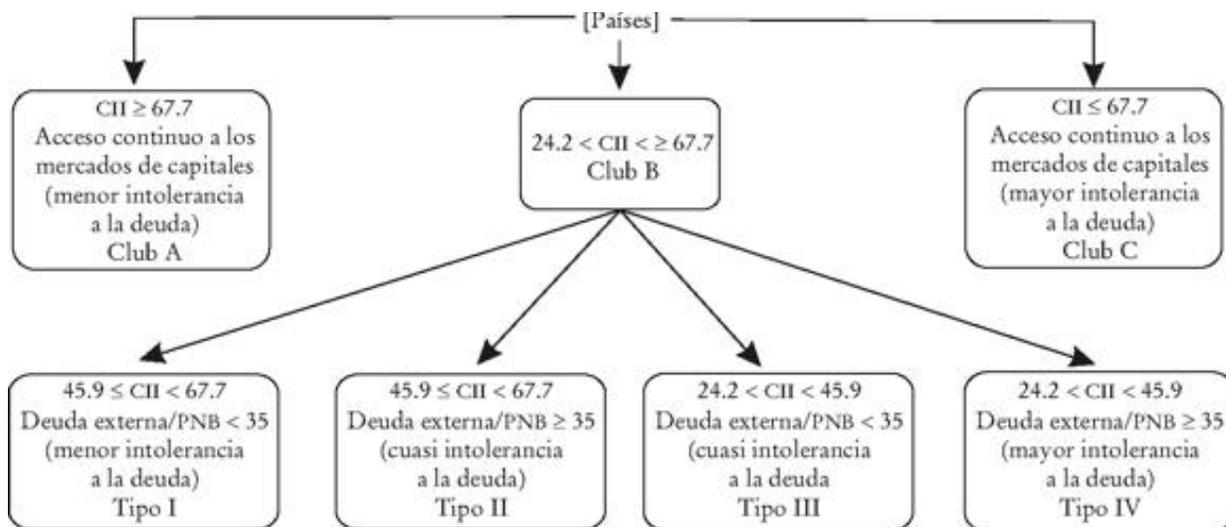
La relación de la tesis respecto a este capítulo, es la vulnerabilidad de los países para recaer en un impago. Reinhart y Rogoff analizan la deuda externa durante el pago de los países con ingresos medios en un periodo de 1970 al 2008, sin embargo, ¿Cómo medir la vulnerabilidad de un país para recaer en zona de impagos?

Reinhart y Rogoff constituyen mediante un diagrama, clubes y regiones que manejan un par de condiciones sobre la intolerancia a la deuda, el primero es la calificación sobre deuda soberana emitidas por el Institutional Investor (CII) que se recopila semestralmente y esta basada en información de economistas y analistas de riesgo soberano en los bancos y empresas, donde el valor más bajo es 0 y el máximo es 100 (otorgado a los países que tienen una menor probabilidad incumplimiento con el pago de su deuda pública) y la correspondencia de deuda externa en proporción al PNB coeficientes de deuda externa.

En el diagrama, se calcula la media y la desviación estándar de las CII publicadas en un periodo de 1979 al 2007 para 90 países, posteriormente los resultados fueron agrupados en tres clubes.

⁹Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2012), “*Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*”, México, Fondo de cultura económica (pp. 44).

Diagrama 1. Clubes y regiones



CII es el valor promedio a largo plazo de las clasificaciones del Institutional Investor.

Fuente: Reinhart, C; Rogoff, K (2010): *Growth in a Time of a Debt*

El club A conforma a los países que tienen acceso constante a los mercados de capitales, es decir, a las economías que se consideran más avanzadas. En contraste, el Club C, “*integra todos los países cuya calificación es inferior a 21.7 (La media menos una desviación estándar)*” (Reinhart y Rogoff, 2011). Esto quiere decir que aquí podemos encontrar aquellos países que la fuente principal de financiamiento exterior son las donaciones y que la intolerancia a la deuda que manejan es sólo ocasionalmente.

Finalmente, el Club B que integra la mayor parte del análisis, se refiere a países con un alto grado de vulnerabilidad a la insolvencia. También abordan áreas de incertidumbre en los modelos de deuda teóricos, áreas en las cuales el riesgo de incumplimiento no es pequeño y en el cual los pánicos bancarios y los efectos relacionados consiguen causar crisis. El Club B está exento de esta obligación y pertenece a países que han finalizado sus estudios y países que se encuentran al borde de la insolvencia. (Reinhart y Rogoff, 2011).

Posterior a estas divisiones, cada club se constituye en cuatro grupos según el grado de vulnerabilidad de un menor aún mayor. En la primera categoría se encuentran aquellos países que durante el periodo de 1979 al 2007 consiguieron un CII arriba de la media, en la categoría número dos se encuentran aquellos países que tienen una calificación encima de la media, en la categoría tres se descubren las naciones que cuentan con calificación por debajo de la media y finalmente en la condición cuatro se hallan los estados con una mayor vulnerabilidad de recaer en una crisis de deuda externa. Al encontrarse en la categoría cuatro, los países son más propensos a recaer en el Club C, esto quiere decir que, al caer en impagos, va a ser muy difícil que regresen al Club A, además de que los impedimentos hacia la intransigencia de la deuda hacen que le sea más difícil acceder al mercado de capitales.

La parte más preocupante al hablar sobre los Clubes de deudores y las zonas de intransigencia a la deuda, es que cuando un estado cae en algún impago serial, conserva un gran paralelismo hacia la incapacidad de pago, por lo que existe una pequeña posibilidad de que los países puedan graduarse, es decir, de liquidar su deuda, en el contexto de la Unión Europea en países como Grecia y Portugal, sin embargo, las posibilidades de permanecer en un entorno de incapacidad a la deuda, son desalentadoras. Pero, ¿Qué rodea la razón que orilla a los países a recaer en esta situación?, los errores institucionales, las crisis financieras, entre otras cosas son solamente algunos de los factores que influyen para que un país se encuentre en esta situación.

Iniciando con el préstamo soberano: más de la mitad del impago en países con ingreso medio se ha dado a medidas de deuda externa menores del 60% respecto al PIB (de acuerdo al Tratado de Maastricht publicado en 1993 con el fin de proteger a la comunidad económica europea frente a cualquier impago público).

En su análisis, Jonathan Eaton y Mark Gersovitz tienen una visión más avanzada, argumentando que, en un mundo incierto y cambiante, los países se benefician enormemente de la capacidad de entrar a los mercados de capitales internacionales. Esto hace que los gobiernos continúen pagando la deuda sin un sistema legal, obligándolos a adoptar un

enfoque más cooperativo. Pueden estar dispuestos a pagar la deuda para conservar el derecho al préstamo en el futuro. En otras palabras, las instituciones financieras rechazarán un préstamo si no lo devuelven en algún momento, por lo que mantener una buena reputación es imprescindible.

Sin embargo, la limitación más significativa de los mercados internacionales de capital es la carencia de un entorno legal transnacional para hacer cumplir los contratos en diferentes países. La falta de integración política puede ser una de las principales causas de insolvencia estatal o crisis financiera.

Ahora bien, a qué se refieren los autores con la liquidez y la insolvencia, pues existe una gran diferencia entre estos dos conceptos.

- A) Primero, la liquidez, se refiere al estado en que se recibe un préstamo por un corto período de tiempo, no solo para pagar intereses, sino también para refinanciar periódicamente el monto del préstamo. En una crisis de liquidez, el estado está dispuesto a pagar, pero temporalmente no puede pagar.
- B) En el segundo concepto, la insolvencia, se razona cuando un estado no cuenta con la osadía ni la habilidad para salvar sus deudas en un largo plazo.

Hay consenso en la literatura sobre la complejidad para diferenciar entre un problema de liquidez y uno de insolvencia, parte de él hace referencia al hecho de que un problema de liquidez se puede fácilmente convertir en uno de insolvencia si la organización institucional de los mercados financieros y de la política económica tienen fallas.

Ahora bien, el impago parcial y la reprogramación son otros dos conceptos demasiado importantes para evitar que los países caigan en impagos, estos la mayoría de las veces terminan siendo parciales, no completos, es decir, es viable que los acreedores no tengan el soporte en el momento de hacer cumplir sus pagos, por lo que suelen tener estas dos oportunidades para realizar o cumplir con sus obligaciones. En la generalidad de los asuntos el pago parcial es inmenso y no figurado.

En la reprogramación, el deudor genera un calendario de pago con periodos más extensos y frecuentemente con autorizaciones de las tasas de interés.

Existen situaciones en que el Estado incumple el pago de su deuda, lo cual desencadena una situación de turbulencia en el mercado provocando desconfianza ante sus inversores, a pesar del riesgo que tienen; Tienen contribuciones que permiten compensar a los acreedores si no pagan. Por supuesto, los prestatarios de alto riesgo no solo soportan la prima de riesgo de su deuda, sino que a menudo también sufren pérdidas sustanciales de bienestar en el pago debido a problemas de deuda que perpetúan una recesión.

La creación del FMI coincidió con incumplimientos más cortos, pero más frecuentes, que ocurrieron con más frecuencia de lo habitual, ya que tanto los prestadores como sabían que en cuestión de una incidencia tendrían instituciones del FMI o del gobierno del acreedor (riesgo moral).

La deuda odiosa o deuda ilegítima es aquella que deriva cuando un prestamista da dinero a un Estado acreedor y existe colusión respecto a que ambas partes son conscientes de que el dinero no generara un beneficio real a la sociedad, únicamente generando beneficios a favor personal de personas en concreto (Reinhart y Rogoff, 2011).

Otro tipo de deuda es la pública interna, esto hace referencia a aquellas que denominan en moneda nacional, la cual se regula acorde a la ley del país emisor y manejada por los residentes nacionales, de lo mencionado con anterioridad, sólo la parte que habla acerca de cómo se rige, es la parte que resulte esencial para la definición utilizada por Reinhart y Rogoff.

En otras palabras, la deuda interna es la deuda que contrae una nación por sí solo. Los autores mencionan que en el modelo desarrollado por Robert Barro, la deuda pública interna no importa porque a medida que aumenta la deuda, los ciudadanos simplemente aumentan sus ahorros para compensar los impuestos futuros (Reinhart, Rogoff, 2012). Sin embargo, nuestro análisis se basa en la condicional de que la deuda perpetuamente se pagará incluso cuando los patrones de ahorro sean heterogéneos, y que el pago de la deuda beneficia a

algunos otros grupos a expensas de otros.

En su análisis, Rogoff y Reinhart (2011) llaman a los incumplimientos de la deuda externa con más frecuencia de lo que podría pensarse, aunque esto no es tan común como los incumplimientos extranjeros.

3.3 Antecedentes de las crisis financieras

En esta sección, examinamos conceptos clave que ayudan a explicar la deuda soberana, así como otros tipos de crisis. En una variedad de formas, este capítulo incluye estudios teóricos sobre los fundamentos del crédito internacional y los mercados de capital, lo que lleva a la pregunta de por qué la insolvencia no es más común.

Los siguientes hechos históricos se presentan en este resumen histórico de la deuda soberana: el incumplimiento ocurrió primero durante las guerras napoleónicas y luego desde la década de 1820 hasta fines de la década de 1840; El tercer incumplimiento comenzó a principios de la década de 1870 y duró 20 años. Durante la Gran Depresión de la década de 1930, que duró hasta principios de la década de 1950, más de la mitad de los países estaban en mora. El último gran ciclo involucró la crisis de deuda de los mercados emergentes de los años 80 y 90. En el pasado, la ocurrencia frecuente de crisis bancarias globales estuvo asociada con una alta demanda de incumplimientos de gobiernos extranjeros.

Los canales a través de los cuales las turbulencias financieras mundiales pueden desencadenar crisis de deuda soberana en los mercados emergentes son diversos y difíciles.

Las crisis bancarias en las economías avanzadas están teniendo un impacto global tal que tienden a limitar severamente el crecimiento. Históricamente, su declive se ha asociado con una caída en los precios de las materias primas. Por otro lado, una crisis bancaria en el centro financiero podría provocar una fuerte caída en los préstamos de los países vecinos. Independientemente de las variables económicas clave de los mercados emergentes, las salidas de capital del Norte han disminuido en gran medida.

Finalmente, las crisis bancarias pasadas suelen ser contagiosas, ya que los inversores asumen riesgos a través de la especulación desenfrenada, y las crisis bancarias en un país pueden

conducir a una pérdida de confianza en el país vecino.

La relación entre inflación y falta de pago es relativamente moderna, un fenómeno que puede explicarse más por la voluntad de los gobiernos de expropiar a través de varios canales y desviarse del patrón oro, que por cambios en los efectos macroeconómicos (Reinhart y Rogoff, 1999).

Cuando se trata de inflación, no es raro que las condiciones empeoren después de incumplimientos externos porque si lo hacen, son los mercados internacionales de capital, y en caso de una caída en los ingresos, los gobiernos La incapacidad del gobierno para controlar el gasto se ve obligado a tomar medidas proporcionales medidas. por el impuesto inflacionario. y periódicamente, incluyendo su enfoque más atrevido: el impuesto hiperinflacionario (Reinhart & Rogoff, 2011).

Los autores exponen que un incremento de crisis bancarias puede verse reflejado como un posible incremento en el número de impagos soberanos, a la par, consigue ser una señal de un aumento en diversos países con alza inflacionaria, lo que provoca una están estrechamente relacionadas debido a que la inflación es una forma de incumplimiento parcial de las obligaciones del gobierno, que no está totalmente ligada a los precios o tipos de cambio. (Reinhart y Rogoff, 2011). De igual forma, consideran que el impago está ligado a los flujos de capitales, es decir, si tienen poco capital a su disposición, es más probable que caigan en impago, por otro lado; Los países que no responden a su lucha o son propensos a la recurrencia de las crisis tienden a reservar demasiado en tiempos favorables, lo que los pone en riesgo de una crisis inevitable. (Reinhart y Rogoff, 2011).

Respecto al periodo de los incidentes de impago, durante la Segunda Guerra Mundial con un periodo medio que corresponde a la mitad de lo que persistieron durante 1800 y 1940. Este fenómeno se traduce en antiguas formas de resolver las crisis mediante la diplomacia, sin considerar variables económicas. Otra explicación puede ser el acceso al crédito dónde el Fondo Monetario Internacional (FMI) provee capital y los acreedores tienen mayor disposición a ofrecer un crédito con menos restricciones.

Comenzando con el siglo XIX, con el levantamiento de diferentes estados conllevaron a

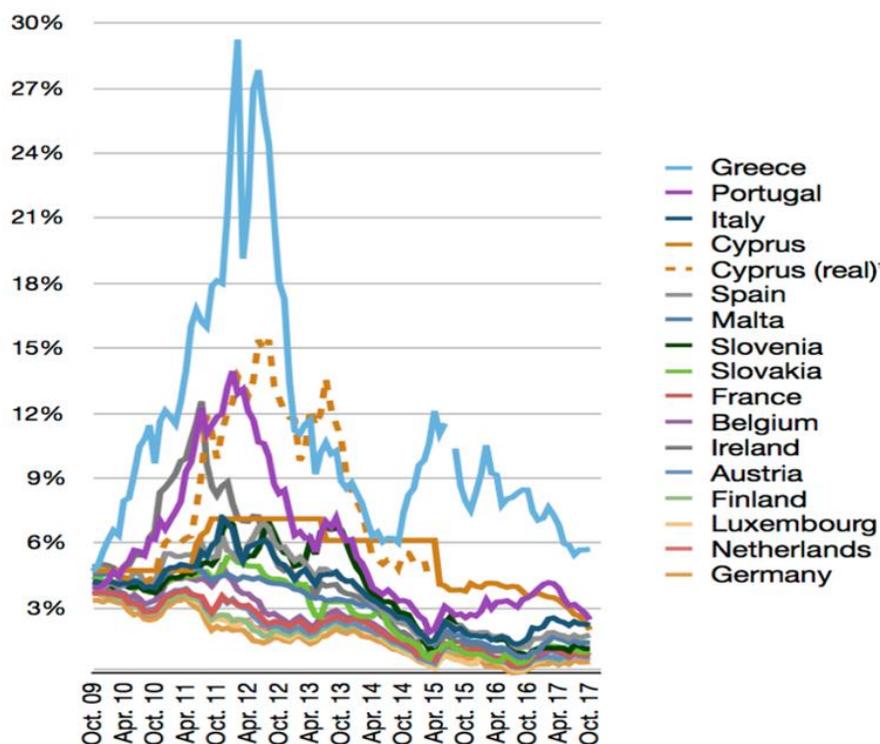
epidemias y quiebras internacionales, además la expansión de capital de los mercados internacionales.

Los autores mencionan que, en teoría, una reestructuración de deuda es en realidad un incumplimiento parcial acordado. Por lo tanto, desde un punto de vista práctico, la reprogramación está asociada con una eventual insolvencia (Reinhart, Rogoff 2011). Quienes comparten este punto de vista no se equivocan cuando ven un cambio en el cronograma de pago parcial negociado: aquí hay dos razones principales: primero, la reprogramación de la deuda a menudo conduce a tasas de interés más bajas, si no a la equidad. En segundo lugar, el alivio de la deuda interna a menudo da como resultado que los inversores se asignen a activos ilíquidos que pueden no ser rentables durante décadas. Esta falta de liquidez impone un gran costo a los inversores, ya que los obliga a comprar activos de riesgo, a menudo a una compensación mucho más baja que la del mercado (Reinhart y Rogoff, 2011).

La similitud entre las dos tasas de rendimiento es interesante, pero debe señalarse que el criterio relevante es la plusvalía de los activos ilíquidos de alto riesgo, no la plusvalía de los activos ilíquidos de bajo riesgo y alta liquidez. No es una casualidad que después de la crisis de las hipotecas de alto riesgo de 2007 en los Estados Unidos, la deuda de la crisis se negociara con un descuento sobre el valor esperado de los pagos futuros. Los inversores creen que mientras estén preparados para adquirir activos de capital de riesgo sin liquidez, generarán mayores rendimientos en otras partes de la economía. Por supuesto que tienen razón. El capital de riesgo y los activos ilíquidos son exactamente cómo el capital privado ha logrado obtener enormes dividendos y de los fondos de capital de riesgo. Por el contrario, la indulgencia a una tasa por debajo del valor de mercado plantea un riesgo para los acreedores sin ninguno de los beneficios asociados con los fondos de inversión respaldados por empresas.

El impago soberano puede repetirse, debido a malas reestructuraciones de la deuda, haciendo caídas cada vez más profundas. Por ejemplo, durante la crisis del 2008, el impago afectó estrechamente a Europa, de forma precisa a Grecia, pero debido a su cercanía se expandió en todo el continente provocando un desajuste en las tasas de interés como se muestra en la siguiente gráfica.

Gráfica 3. Tasas de interés a largo plazo 2009 – 2017.



*Gráfica realizada con información del Banco Central Europeo

No obstante, el impago no suele darse exclusivamente durante crisis, por ejemplo, Ecuador en el año 2008 interrumpió sus pagos, alrededor de un 30% de su pasivo de forma intencional con el fin de buscar una restructuración de su deuda.

Analizando la parte histórica, se puede concluir que muchos países han colapsado, principalmente durante el período de los mercados emergentes. Historia temprana de disturbios masivos: Europa emergente (1300-1799). España batió el récord con siete impagos en el SXIX, por delante de Francia con la cifra más alta. Los franceses estaban acostumbrados a ejecutar a sus principales acreedores en un proceso conocido como "sangrado".

La investigación ha enfatizado la inflación y el colapso de la moneda. La investigación sobre crisis bancarias se centra en la historia de los países desarrollados o la experiencia actual de

los mercados emergentes. Sin embargo, las crisis bancarias han presumido durante mucho tiempo tanto a los países ricos como a los pobres. Para respaldar este descubrimiento, utilizaron una muestra de población de 66 países. Han repasado todo, desde la crisis financiera de Dinamarca a lo largo de las guerras napoleónicas inclusive la primera crisis global del siglo 21.

La siguiente tabla muestra la independencia desde 1800 y el número de crisis bancarias relacionadas con el período de independencia desde 1945:

Grafica 4. Relación de países y crisis.

Region	Pais	Cantidad de crisis desde independencia o 1800	Cantidad de crisis bancarias desde independencia o 1945
<i>Europe</i>	Austria	3	1
	Belgium	10	1
	Denmark	10	1
	Finland	5	1
	France	15	1
	Germany	8	2
	Greece	2	1
	Italy	11	1
	Hungary	2	2
	Netherlands	4	1
	Norway	6	1
	Poland	1	1
	Portugal	5	0
	Romania	1	1
	Russia	2	2
	Spain	8	2
	Sweden	5	1
Turkey/Ottoman Empire	2	2	
United Kingdom	12	4	
<i>Latin America</i>	Argentina	9	4
	Bolivia	3	3
	Brazil	11	3
	Chile	7	2
	Colombia	2	2
	Costa Rica	2	2
	Dominican Republic	2	2
	Ecuador	2	2
	El Salvador	2	2
	Guatemala	3	3
	Honduras	1	1
	Mexico	7	2
	Nicaragua	1	1
	Panama	1	1
	Paraguay	2	1
	Peru	3	1
	Uruguay	5	2
	Venezuela	2	2
	Canada	8	1
	United States	13	2
Australia	3	2	
New Zealand	1	1	

Fuente: Reinhart, C; Rogoff, K (2010): Growth in a Time of a Debt

Region	País	Cantidad de crisis desde independencia o 1800	Cantidad de crisis bancarias desde independencia o 1945
<i>Africa</i>	Algeria	1	1
	Angola	1	1
	Central African Republic	2	2
	Cote d'Ivoire	1	1
	Egypt	3	2
	Kenya	2	2
	Morocco	1	1
	Mauritius	1	1
	Nigeria	1	1
	South Africa	6	2
	Tunisia	1	1
	Zambia	1	1
	Zimbabwe	1	1
<i>Asia</i>	China	10	1
	Japan	7	1
	India	6	1
	Indonesia	3	3
	Korea	3	3
	Malaysia	2	2
	Myanmar	1	1
	Philippines	2	2
	Singapore	1	1
	Sri Lanka	1	1
	Taiwan	5	3
	Thailand	3	2

Fuente: Reinhart, C; Rogoff, K (2010): Growth in a Time of a Debt

3.4 Desarrollo de las crisis financieras y consecuencias

Los autores (Reinhart y Rogoff 2011) señalan que las crisis financieras generalmente se consideran eventos a largo plazo. La mayoría de las veces, las consecuencias se caracterizan por tres cosas: primero, una caída profunda y prolongada del mercado de activos. En segundo lugar, las consecuencias de la crisis bancaria estuvieron asociados con grandes desplomes de producción y empleo. El desempleo aumentó en un promedio de 17 puntos porcentuales durante el ciclo descendente, que duró más de cuatro años en promedio. Finalmente, el tercer punto es el monto generalmente esperado de deuda pública. Como se discutió en el capítulo

anterior, la causa fundamental de estos aumentos repentinos de la deuda, contrariamente a la creencia popular, no es el costo de los rescates y el refinanciamiento del sistema bancario, como la crisis financiera. La crisis de la deuda europea de 2010, en Irlanda y España. Confiar en los rescates y refinanciaciones del sistema bancario antes que en la existencia de elevados déficits públicos. En contraste, Irlanda y España se citan como ejemplos de países benignos en términos de política fiscal. Sin duda, determinar el costo del rescate no es fácil, pero incluso una aproximación de los tramos es la más alta en relación con el aumento real de la deuda pública que puede representar.

Finalmente, los autores discuten el impacto global de la crisis de las hipotecas subprime y sus efectos indirectos. La crisis de la última década difiere en muchos aspectos importantes de otras crisis posteriores a la Segunda Guerra Mundial, especialmente la que se ha extendido por todo el mundo desde el cuarto trimestre de 2008.

Para definir el contagio, establecen dos posibilidades:

- A) Un contagio lento pero constante
- B) Una expansión inmediata mediante las fronteras con efectos rápidos y violentos.

De manera similar, se identificaron dos factores principales asociados con la crisis global, los cuales surgieron durante la reciente contracción del mundo: Primero, la carencia de pago, la crisis en el nivel de actividad económica y la volatilidad, entendida de manera amplia y basada en agregados globales. . stock, PIB real y procesos comerciales: segundo, su sincronización relativa entre países, visible en los mercados de activos y las tendencias en el comercio, el empleo y otras áreas de la economía mundial. economía, incluyendo bienes raíces.

Finalmente, Reinhart y Rogoff hacen una pausa para pensar en la crisis global. Lo sentimos, cuando la crisis realmente golpeó al mundo, las exportaciones ya no eran el medio para garantizar el crecimiento. Durante una crisis global, la producción comercial, los precios de las acciones y otros índices a menudo se comportan de manera similar, para todo el mundo y para países individuales. En general, es más difícil para cualquier país recuperarse de una recesión posterior a la crisis cuando el resto del mundo está en la misma posición que cuando

estaba estimulado por las exportaciones.

3.5 Metodología y análisis del modelo de Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart

Las deudas soberanas funcionan de forma muy distinta a la deuda de capitales privados, es decir; los estados no se quiebran de carácter irrevocable, estos se mantienen en un esquema de impago. Buena parte de ellos, se dan en las naciones que no cuenta con los recursos suficientes.

Reinhart y Rogoff parten del establecimiento de la definición de los diferentes tipos de crisis para poder esclarecer una conceptualización que divida los clubes y regiones del impago serial basándose en los datos que han utilizado para una visión a largo plazo. De esta manera se puede comparar no solamente la situación por la que atravesaban diversos países, sino en el cómo afectan las crisis financieras en los diferentes espacios temporales. Algunos de los datos que se utilizan son los costos de las mercancías básicos, pues estos ayudan a documentar la incidencia y la magnitud en distintas modalidades del impago a lo largo de la historia. La metodología empleada para compilar los índices del precio al consumidor menciona que cuando estos no se encuentran disponibles, se puede recurrir al índice de precios al por mayor o el índice de precios al productor, estos son sólo algunas estrategias para la recopilación de datos.

Carmen Reinhart y Rogoff toman todas las deudas públicas de 1800 y después de la pos guerra, dividiendo los años para todos estos países en 4 regímenes, los años en que la deuda está entre 0 y 30%, los años en los que está entre 30% y 60%, 60% y 90% y más de 90%, la importancia deriva en que los niveles de deuda superiores al 90% son muy raros en la historia, de ser benignos esos niveles sería muy común verlos.

Carmen y Rogoff revelan que solo el 8% de las observaciones se encuentran con estos niveles de deuda, el resultado principal muestra que la relación entre la deuda y el crecimiento es una relación no lineal, es decir, si un país con una deuda pública del 20% del PIB no mostrará un cambio significativo de tener el 20% del PIB o si se tiene 40% del PIB en crecimiento, sin embargo, cuando el nivel de endeudamiento sobrepasa el 90% del PIB, ya se habla de una

caída relevante. Para los países emergentes, el mismo ejercicio muestra que el crecimiento comienza a disminuir al enfrentarse con niveles de deuda a 60% del PIB, es decir, esto implica lo que los autores han denominado intolerancia a la deuda (Reinhart y Rogoff, 2011). En este entorno, cuando el crecimiento de las economías avanzadas no es el esperado, una de las implicaciones para los países emergentes, es la disminución de las exportaciones, lo que deriva en una mayor presión para generar crecimiento a base de demanda interna.

El PIB real, ayuda a mantener la uniformidad de nuestra muestra, en este caso la de los autores a lo largo de casi 200 años. Las exportaciones, las finanzas públicas, la composición de la vida pública, las variables globales y la cobertura del país, son solamente algunos ejemplos de indicadores que utilizan los autores para poder determinar el porcentaje de participación respecto a los demás países.

Capítulo 4 Repaso histórico sobre las crisis financieras: El enfoque de Charles P. Kindleberger

4.1 Introducción

Charles Kindleberger fue un economista e historiador nacido en los Estados Unidos, fue autor de una gran cantidad de libros y artículos, entre los que recalcan *International Foreign Trade and the National Economy* (1962), *Europe and the Dollar* (1966), *Europe's Postwar Growth. The Role of Labor Supply* (1967), *American Business Abroad* (1969), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (1978).

Dentro de sus obras, se encuentra *Manías, pánicos y cracs* (Kindleberger, 1978), libro que resulta fundamental para la tesis debido a la narración que hace el autor derivado del impacto las crisis financieras al mundo. La primera edición fue publicada en el año 1978, no obstante, se fue actualizando con el surgimiento de nuevas crisis; publicando la última versión, en 2012. El libro de Kindleberger hace una recapitulación de las burbujas financieras más

relevantes que han surgido durante la historia, iniciando con la burbuja de los tulipanes holandeses, hasta la crisis de capital en Islandia, entre otras crisis.

En ocasiones la irracionalidad que aflora de los mercados financieros parece el reflejo del comportamiento humano (Kindleberger, 2005). En busca de generar un beneficio económico los individuos tienden a cometer acciones irresponsables, que a su vez no examinan las debilidades de los activos.

Kindleberger disgrega su investigación partiendo de la explicación de una manía como un exceso especulativo, mientras que la consecuencia de esta demasía deriva en una crisis o crac, el cual tendrá una gran cantidad de efectos en torno al nivel de bienestar y las condiciones mundiales que estén en vigor durante la misma.

4.2 Análisis de las principales crisis financieras según Kindleberger

Kindleberger señala durante su investigación que han existido 10 grandes burbujas financieras; no obstante, para fines prácticos se han seleccionado las más relevantes, de acuerdo al periodo de estudio, sus características y a los objetivos particulares de esta tesis, identificando el proceso de desarrollo de las burbujas y las variables que forman parte del desarrollo de las crisis financieras.

Las características que definen una burbuja clásica, según *Kindleberger (2005)* son:

- A) Los precios están altos si los comparamos con los medidores clásicos.
- B) Los precios están descontando futuras rápidas subidas de precio desde estos niveles.
- C) Hay un sentimiento alcista generalizado.
- D) Las compras son financiadas con alto apalancamiento.
- E) Los compradores compran muchas mercancías por adelantado para especular o para protegerse de futuras subidas de precio.

F) Nuevos compradores aparecen en los mercados y que previamente no estaban.

G) La política monetaria de estímulos amenaza con inflar la burbuja.

Teniendo en cuenta las características, se procederá a realizar un análisis de las crisis más importantes mencionadas en el libro de Charles Kindleberger.

A) La burbuja inmobiliaria y de acciones de Japón durante 1985-1989.

En las décadas que siguieron después de la Segunda Guerra Mundial, Japón elevó su nivel de vida del país a uno de los niveles más altos del mundo, a su vez, la esperanza de vida de su población incrementó. Durante la década de 1980, el producto interno bruto (PIB) per cápita de Japón se convirtió en uno de los más grandes en todo el mundo, a la par el país nipón comenzó a endeudarse al grado de volverse el país más deudor del mundo. La población en general, estaba compuesta por asalariados y profesionistas que tenían puestos en empresas privadas y públicas de este país. Por otro lado, se encontraban los trabajadores migrantes los cuales carecían de un conocimiento científico y especializado, por lo tanto, debían de trabajar muchas horas a pesar de no tener las herramientas suficientes, no obstante, y a pesar de estas dificultades, el sistema les ofreció una calidad de vida de clase media y la promesa de un empleo de por vida, todo esto derivado de la reconstrucción que tuvo que hacer Japón a raíz de la Segunda Guerra y a su adecuada forma de enfocar su crecimiento en métodos de producción eficientes y su énfasis a la tecnología.

Después de la guerra, el auge de la economía exportadora de Japón y las estrictas políticas fiscales destinadas a fomentar el ahorro de los hogares generaron un superávit de caja en el sistema bancario del país, lo que provocó préstamos sueltos, es decir, aquellos préstamos con bajas tasas de interés. El saludable superávit comercial del país y el Acuerdo Plaza de 1985 intentaron debilitar el tipo de cambio del dólar estadounidense frente al yen japonés y el marco alemán Deutsche Mark, lo que provocó que el yen se apreciara frente a otras monedas, lo que a su vez provocó su impacto en el capital extranjero. El impacto de la inversión es relativamente grande, siendo este barato para las empresas japonesas.

La combinación de exceso de liquidez en el sistema bancario, la desregulación financiera y el "milagro" de las exportaciones del país, finalmente llevaron a un exceso de confianza y exageración en la economía japonesa. Japón se convirtió en la segunda economía más grande del mundo, superada únicamente por Estados Unidos durante la década.

Los bancos comenzaron a asumir riesgos cada vez más excesivos, parte de ellos provenían de 186 billones de yenes en el financiamiento en varios mercados de capital.

A mediados y finales de la década de 1980, el exceso de confianza y la política monetaria laxa del Banco de Japón, provocó un aumento de la especulación en las acciones nacionales y en el sector inmobiliario, lo que llevó a los precios de estos activos a niveles previamente inimaginables. De 1985 a 1989, el índice bursátil Nikkei de Japón se triplicó a 39.000, lo que representó más de un tercio del valor del mercado mundial. El intercambio mutuo de acciones del grupo corporativo keiretsu, jugó un papel importante en el aumento de los precios de las acciones y que provocó que la riqueza de las empresas japonesas se disparara junto con el precio de sus acciones.

Muchas empresas japonesas también implementaron una invención llamada "zaitech" o "ingeniería financiera", en la que las ganancias especulativas y las ganancias de capital se enumeran como ingresos en los estados financieros de la empresa. Las empresas en ejercicio de Zaitech obtuvieron préstamos a bajo interés y los utilizaron para comprar acciones y bienes raíces. Estos activos aumentaron y, a medida que los precios de los activos continuaron subiendo, ayudaron a la empresa a reportar ganancias. En un momento, se estimó que un 40-50% de las ganancias corporativas japonesas provenían de Zaitech. En 1989, los funcionarios japoneses se preocuparon cada vez más por la creciente burbuja de activos, a la par, el Banco de Japón decidió endurecer su política monetaria. Poco después, la burbuja Nikkei estalló, cayendo el índice bursátil casi un 50% en 1990, de aproximadamente 39.000 a 20.000, y llegó a 15.000 en 1992.

La implosiva burbuja bursátil en Japón también rompió con la burbuja inmobiliaria, hizo retroceder el zaitech, sumió al país en una grave crisis financiera y detuvo su "milagro económico" de tres décadas.

La ventaja competitiva de Japón sobre otros exportadores asiáticos, incluidos China y Corea del Sur, se ha ido deteriorando, y la continua caída de los precios de las acciones y de los bienes raíces en las décadas de 1990 y 2000 ha llevado a las llamadas "décadas perdidas". No obstante, Japón es un país líder en el comercio internacional.

B) La especulación desmedida en bienes inmuebles y en las acciones de los países nórdicos Finlandia, Noruega y Suecia de 1985-1989.

Durante mucho tiempo, la macroeconomía de los siguientes países se había caracterizado por un alto crecimiento y pleno empleo, Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia después de la Segunda Guerra Mundial, no obstante, antes de la década de 1990, los países nórdicos pudieron evitar el desempleo masivo sostenido que prevalecía en muchos países europeos en la década de 1970. Dinamarca fue el único país nórdico que experimentó desempleo en la década de 1980. Sin embargo, la imagen de las economías nórdicas es acertada. Se hizo añicos a principios de la década de 1990 cuando Finlandia y Suecia se enfrentaron a graves crisis, siendo la de Noruega la más moderada.

La raíz de la crisis nórdica se encuentra en el proceso de liberalización financiera, que tuvo lugar en un sistema monetario basado en un tipo de cambio fijo pero ajustable. En la década de 1980, los sistemas financieros de Finlandia, Noruega y Suecia experimentaron una severa desregulación monetaria.

La liberalización financiera provocó un auge continuo del endeudamiento, entradas de capital, aumento de los precios de los activos, rápido crecimiento del consumo y la inversión, y los tipos de cambio de los países nórdicos permanecen fijos. La prosperidad se convirtió en bancarrota alrededor de 1990, salidas de capital, bancarrotas generalizadas, disminución del empleo, disminución de la inversión, crecimiento negativo del PIB, crisis bancarias sistémicas, crisis cambiarias y depresiones. Con el tiempo, para evitar la depresión económica, los bancos centrales de Finlandia, Noruega y Suecia se vieron obligados a cambiar a tipos de cambio flexibles en el otoño de 1992.

El aumento de los precios de los activos es la base del aumento del valor de las garantías y

del aumento de la riqueza neta de los hogares, lo que agrava aún más la expansión del crédito. Las crisis de Finlandia, Noruega y Suecia son crisis financieras y forman parte del ciclo de auge y caída. Este evento desencadenó un auge crediticio, que empujó el crédito a los mercados de activos, principalmente vivienda (bienes raíces comerciales) y bolsas de valores, lo que provocó un aumento de los precios de los activos.

En los últimos años, la cantidad de crédito ha sido tan grande que las tasas de interés han aumentado de manera sin precedentes.

El resultado que afectó a la economía real fue una fuerte prosperidad, primero la economía noruega, luego la economía finlandesa y la economía sueca en 1988-89 cuando Noruega comenzó a imponer controles financieros a Finlandia y Suecia. La prosperidad se caracteriza por el exceso de empleo, el aumento del consumo y la disminución del ahorro, que eventualmente se vuelven negativos. A medida que se debilitó el desempeño de las importaciones y exportaciones, la cuenta corriente se deterioró.

Debido al tipo de cambio fijo, se impidió el aumento de las tasas de interés para facilitar la prosperidad de la política monetaria. Si bien el presupuesto nacional muestra grandes superávits debido a aumentos en impuestos, ingresos, consumo, salarios, valor de la propiedad y ganancias de capital, las políticas fiscales no han tomado suficientes medidas de austeridad para sofocar los efectos de la crisis. La desregulación financiera es la razón clave de la prosperidad de estos tres países porque están bajo presión sin ningún debate parlamentario o público serio. La gente piensa que el control financiero ha fallado y no se espera que la desregulación tenga un impacto tan significativo.

La prosperidad de la economía real fue finalmente detenida y revertida por una serie de eventos externos e internos. Tras la unificación de Alemania, se modificó la política monetaria, incrementando la tasa de interés, lo que provocó una enorme presión al alza sobre las tasas de interés de las monedas nórdicas por estar relacionadas con la moneda alemana. La moneda se ha asociado con la unidad monetaria europea (ecu) desde 1979, y la unidad monetaria europea fue reemplazada por el euro desde 1979 hasta 1995. Anteriormente, sus tipos de cambio estaban vinculados a canastas de divisas, en este sistema se consideraban y ponderaban las monedas de diferentes países para establecer el valor de la moneda local.

Cuando los bancos centrales de Finlandia y Suecia elevaron sus tipos de interés nominales para defender sus tipos de cambio fijos de repetidos ataques especulativos en 1989-92, provocando otro choque de tipos de interés real.

La inversión disminuyó, especialmente en el sector de la construcción. A medida que caen los precios de las viviendas existentes, cae la demanda de nuevos edificios. Las tasas de desempleo aumentaron considerablemente y las monedas finlandesa y sueca se sobrevaloraron debido a los altos salarios y al alza de los precios. Durante el último auge, el sector exportador enfrentó grandes problemas en 1990-91, en Finlandia, el colapso del comercio bilateral con la Unión Soviética exacerbó la situación interna. Debido al uso de estabilizadores automáticos, se han reducido los impuestos y se ha incrementado el gasto público.

La relación entre la deuda pública y el PIB aumentó considerablemente, sin embargo, en Noruega esto no sucedió. Debido a las sólidas finanzas públicas derivadas de los ingresos del sector energético, la deuda pública ha aumentado.

En 1992, cuando el marco finlandés, la corona noruega y la corona sueca fueron objeto de ataques especulativos a gran escala, los sistemas financieros de estos tres países se sacudieron, la crisis monetaria europea estalló en septiembre de 1992, mientras que el marco finlandés flotaba libremente.

Dos meses después, en noviembre de 1992, la corona sueca hizo lo mismo a pesar de la fuerte resistencia del Banco Central de Suecia. Finalmente, la moneda noruega flotó en diciembre de 1992.

C) La burbuja inmobiliaria y de acciones asiáticas de Tailandia, Malasia, Indonesia y otros países y regiones del sudeste asiático durante 1992-1997

La crisis financiera asiática, también conocida como la "crisis asiática", fue una serie de devaluaciones monetarias y otros eventos que comenzaron en el verano de 1997 y se extendieron a muchos mercados asiáticos. Cuando el gobierno tailandés decidió dejar de vincular la moneda local al dólar estadounidense, el mercado de divisas de Tailandia fracasó por primera vez. La caída de la moneda se extendió rápidamente por todo el sureste asiático,

lo que provocó caídas en el mercado de valores, reducción de las ganancias de las importaciones y turbulencias gubernamentales.

La generalidad de las monedas de Asia oriental cayó hasta un 38% debido al balance del baht. Las acciones internacionales igualmente cayeron un 60%. ingrediente de la apreciación del arrebato financiero asiática fue la intervención financiera del Fondo Monetario Internacional y el banco mundial. por el contrario, con el colapso de la parquedad asiática, los mercados de EE. UU., Europa y Rusia se deterioraron. A origen del acceso, muchos países tomaron medidas proteccionistas para asegurar la estabilidad de sus funcionarial. Esto ha resultado en grandes compras de bonos de la hacienda de EE. UU., que son utilizados por la universalidad de las naciones soberanas del mundo como una inversión común. El arrebato asiático ha llevado a reformas financieras y gubernamentales muy necesarias en países como Tailandia, Corea del Sur, Japón e Indonesia. incluso es un análisis de albur fastidioso para los economistas que intentan vislumbrar los mercados interconectados de hoy, particularmente en el almacén de divisas y los administradores de cuentas internacionales.

Como se mencionó anteriormente, el FMI intervino y otorgó préstamos para contrapesar las economías asiáticas afectadas, además conocidas como "economías yagareté". Se han otorgado cerca de \$110 mil millones en préstamos a raquíptico decenio a Tailandia, Indonesia y Corea del Sur, ante todo para estabilización. A su vez, estos están sujetos a condiciones estrictas, como impuestos y tasas de ilusión más altos, y parquedad del gasto auxilio. Muchos de los países afectados comenzaron a manifestar signos de recuperación en 1999.

D) La burbuja sin precedentes sobre todo tipo de acciones y activos financieros estadounidenses de 1995-2000.

Los precios de las acciones estadounidenses aumentaron 13 veces entre 1982 y 1999, el mayor aumento anual de precios de las acciones en 200 años. A largo plazo, los precios de las acciones estadounidenses caen cada tres años. El mercado de valores estadounidense ha crecido del 60% del PIB en 1982 al 300% del PIB en 1999, una tasa muy alta. Durante este

período, aunque en áreas donde el ingreso per cápita o el empleo aumentaron significativamente, como Silicon Valley y San Francisco, Washington, Boston y Nueva York.

Durante la década de 1990, la economía de EE. UU. floreció, la inflación cayó del 6 % a principios de la década de 1990 a menos del 2 % a fines de la década de 1990, el desempleo cayó del 8 % a menos del 4 % y el aumento del crecimiento económico aumentó del 2,5 % al 5%. ha crecido significativamente. Los ingresos y gastos tributarios del Departamento del Tesoro de EE. UU. crecieron más del 5% anual: de un déficit de alrededor de \$300 mil millones a principios de la década de 1990 a un superávit de alrededor de \$200 mil millones a fines de la misma década. redes y empresas que proporcionan o utilizan el desarrollo de hardware y software para satisfacer las necesidades tradicionales. Como han señalado multinacionales como Ebay y Amazon, estos avances tecnológicos han reducido drásticamente el costo de transmisión y almacenamiento de información.

El corredor de descuento Charles Schwab y sus competidores abrieron millones de cuentas. Una empresa fundada para que los inversores puedan negociar acciones usando computadoras con costos de transacción extremadamente bajos. Hay "comerciantes diarios": personas que renuncian a sus trabajos diarios y mueven las acciones.

Una página dedicada permite a las aerolíneas y hoteles vender asientos y habitaciones con importantes descuentos. Los empresarios recaudaron fondos de capitalistas de riesgo que proporcionaron financiación inicial para desarrollar estas ideas mientras que los capitalistas de riesgo desarrollaron carteras de diferentes empresas, con la esperanza de poder vender sus acciones durante la oferta pública inicial de la empresa en un plazo de tres a cinco años.

La tasa de rendimiento depende de si la empresa en la que invierten tiene éxito en términos de desafíos técnicos, el costo de venta de las acciones y la extensión del período de cooperación.

En cuanto subió el precio de las acciones, la alta tasa de rendimiento obtenida por los capitalistas de riesgo atrajo una gran cantidad de capital, y el capital disponible como grupo

de capitalistas de riesgo se quintuplicó. Ningún inversor tenía planeado quedarse atrás, el dinero estaba ahí, a la par del surgimiento de muchas ideas en busca de nuevos conceptos e innovaciones. Después de tres o cuatro años, la nueva empresa realizará una oferta pública. A la oferta de adquisición le siguió una gira tradicional cuando los bancos de inversión presentaron a la empresa a las empresas de gestión de activos en todo el país, tratando de persuadirlas para que compren acciones. Al final del programa, los banqueros de inversión calcularán la cantidad de acciones que pueden vender y establecerán el precio y la cantidad. Aproximadamente el 99,46 % del precio de las acciones al cierre del día primero de negociación, es mucho más alto que en la oferta pública inicial, y aquellos que tienen la suerte de comprar al precio inicial obtienen una buena ganancia.

Un efecto del aumento de los precios es que hay una tendencia de los inversores los cuales compran sobre el monto solicitado, mientras que otro grupo de inversores analizan como es que los individuos interactúan, es decir si compran o venden , buscando atraer inversores de capital de riesgo. Pueden obtener grandes ganancias de los aspirantes a empresarios, los capitalistas de riesgo pueden beneficiarse al encontrar empresarios exitosos y banqueros de inversión con la esperanza de ganar comisiones vendiendo más empresas al público. Los inversores buscan ganancias sobre el capital ligadas con burbujas especulativas sobre las diferencias entre los precios de compra y los precios con los que cerrara el primer día de apertura, su primera semana de apertura y de igual manera sobre el primer día del primer mes. El volumen de la ruptura puede ser repentino porque la banca de inversión establece el valor de oferta, con el propósito de generar el precio de ruptura durante el primer periodo que se oferto, no la cantidad recibida de los accionistas que la vendieron. Desde esta perspectiva, un precio de compra más bajo puede ser mejor que un precio de compra más alto, por lo que cuando se forma una burbuja, aumenta la demanda de acciones. Los empresarios venden solo una fracción del total de acciones a través de subastas de adquisición. Calculan que cuanto más grande es la burbuja, será mas grande su riqueza. Totalmente enfocados en el coste de sus acciones durante el día de oferta, que en el conjunto de acciones recaudado en una recompra. Algunos días, la cantidad de acciones traspasadas es de 3 a 4 veces mayor. Las acciones se pueden transferir de cinco a seis veces al día porque se requiere que muchos postores mantengan sus acciones.

En diciembre de 1999, el Dow subió a 11.7 dólares mientras que el Nasdaq subió a 5.4 dólares. La capitalización de las acciones de Nasdaq fue del 80% de la capitalización en la Bolsa de Valores de Wall Street. A finales de 1990, el costo de las acciones fungía como un indicador de la salud de la economía en el Nasdaq era mucho más volátil, respecto a las acciones de compañías como Time Life, AT&T, General Motors, y General Electric. Sin embargo, esto no es un efecto secundario, sino que está extendiendo el entusiasmo por el futuro de la nueva economía, generando una mayor volatilidad en toda la bolsa de valores.

Parece que el progreso de la tecnología es la fuerza impulsora detrás del desarrollo de las finanzas. A medida que el cable de fibra óptica e Internet facilitaron la conexión entre las ciudades de EUA desde el este hasta el Oeste, los costos de generación y mantenimiento de los datos e información cayeron drásticamente, además que el costo del teléfono comenzó a caer. En este entorno han surgido miles de nuevas empresas para transmitir información o datos, y la subida de los precios de las acciones entre 1995 y 1996 puede atribuirse a dos aspectos diferentes de la crisis financiera. México 1994. Uno es directo y el otro es indirecto. La consecuencia inmediata fue una fuerte depreciación del peso mexicano, lo que provocó que la balanza comercial de México saltara de un déficit de \$20 mil millones en 1994 a un superávit de \$7 mil millones al año siguiente, en lugar de convertirse en una nación mexicana. Como el mayor socio comercial de los Estados Unidos, tiene un déficit comercial. un aumento de unos 25 mil millones de dólares. A pesar de este cambio en la balanza comercial de México, el dinero comenzó a llegar a los Estados Unidos. El dinero generalmente fluye de México a los Estados Unidos, dando lugar a un fuerte aumento en los precios de las acciones estadounidenses.

El segundo fue la flexibilización de la FED durante 1994, sobre las políticas monetarias, revirtiendo la política restrictiva. En los 12 meses que finalizaron la cual termino en el año 1998 durante el mes de junio, el precio de las acciones de la bolsa de Nueva York aumentó un 40%. %, de \$ 9,005 billones a \$ 12,671 billones, y la capitalización de mercado de Nasdaq se acrecentó aproximadamente sobre un 90%. La salida de capital a EUA. aumentó al igual que otras monedas, el dólar se apreció, mientras que se hizo mas grande el déficit comercial.

Las personas que envían dinero a EE.UU. compran títulos en dólares, lo que hace que suban los precios; La riqueza financiera de los Estados Unidos está creciendo rápidamente, por lo que los estadounidenses que venden ciertos valores a inversionistas extranjeros decidirán qué hacer con las ganancias. Gastaron la mayor parte de su dinero comprando más valores de otros estadounidenses, pero también aumentaron sus compras de productos estadounidenses cuando alcanzaron sus metas.

Las secuelas ineludibles sobre la ampliación de circulación de capital, en cuanto a la disminución de la tasa de ahorro y el creciente déficit comercial. Cuando los ahorros de otros países inundaron los Estados Unidos, sobre el aumento de la fortuna de los hogares estadounidenses se gastó en la compra de acciones estadounidenses, mientras que solo entre el 3 % y el 5 % se gastó en compras de consumo. Pero debido a que todos los vendedores de bienes raíces gastan parte del dinero que reciben en recursos de consumo, genero que el ahorro interno disminuyera. La FED, los bancos y el país en su conjunto sufrieron problemas en el 2000.

Los bancos volvieron a aumentar los préstamos a medida que aumentó la liquidez, el acrecentamiento sobre los costos de las acciones cautivó a los inversores europeos y el euro cayó. Las presiones inflacionarias en EE. UU. se han aliviado debido a la caída de los precios de importación de Estados Unidos y al acrecimiento del déficit comercial, por lo que no es necesario que la FED ajuste la política monetaria. Con el amanecer del nuevo milenio, la Reserva Federal comenzó a drenar la liquidez además que las acciones fueron a la baja en cuanto a su precio. De 2000 a 2003, todo el mercado de valores cayó un 40% y el Nasdaq cayó un 80%. Cuando el precio de una acción comienza a disminuir significa que los costos de capital son mayores para los mercados, y la caída de la riqueza de los hogares conduce a un aumento sobre los gastos de hogares, lo que una vez más hace que estalle una burbuja en el mercado de valores. A principios de 2002. A medida que aumentaba la burbuja de valor de los activos no crediticios, el derrumbe de los costes sobre activos no hizo bajar precios de las acciones. Gran impacto en los bancos.

E) La burbuja en el sector inmobiliario en los Estados Unidos, Gran Bretaña, España, Irlanda e Islandia entre 2002 y 2007

La característica más importante de esta crisis es que los precios de la vivienda en los Estados Unidos, el Reino Unido, Irlanda, España, Islandia, Sudáfrica, Australia y Nueva Zelanda han aumentado considerablemente desde aproximadamente 2002. La economía de 16 países representa aproximadamente la mitad de la economía del país. PIB. La mayoría de estos estados están ubicados al sur a lo largo de las costas del Atlántico y el Pacífico y se encuentran entre los de más rápido crecimiento, pero no todos los estados de rápido crecimiento experimentaron picos significativos en los precios inmobiliarios. En el caso particular de España e Irlanda, son miembros de la Unión Monetaria Europea, por lo que no tienen sus propias monedas, cada uno de estos países tiene déficit en cuenta corriente, la gente sabe que cada país crece con el advenimiento de su propia moneda. . y en la mayoría de los casos su moneda sube. La única excepción fue la devaluación del dólar estadounidense, por lo que el aumento de las entradas de capital en los EE. UU. impidió que el valor del euro aumentara después de que estalló la burbuja del mercado de valores a fines de la década de 1990, además, la tasa de crecimiento de la salida de capital de Islandia como porcentaje del PIB es mucho más alto que el de cualquier otro país. La burbuja islandesa se caracterizó por un aumento en los precios de las acciones que fueron tres o cuatro veces más altos que los precios de los bienes raíces.

A lo largo de los años, el flujo de dinero hacia Islandia representó más del 20 % del PIB del país, y la corona islandesa logró apreciarse en más del 30 %. La balanza de pagos internacionales se deriva del hecho de que la moneda de un país puede fluctuar, y que el cambio en el valor de la balanza de capital de un país es el mismo que el cambio en el valor de la balanza corriente de ese país. Como resultado, el aumento autónomo de la demanda extranjera de valores islandeses ha provocado un aumento del valor de la corona islandesa y un aumento del valor de los activos islandeses. Después de que estalló la burbuja inmobiliaria de EE. UU., los precios de la vivienda y los bienes raíces comerciales comenzaron a caer, los bancos y otras instituciones financieras comenzaron a colapsar y la burbuja fue causada por la prensa. La lista es larga y variada, e incluye abuso de apalancamiento financiero, corrupción en las agencias de seguros basada en mayores ingresos en lugar de deudas incobrables corregidas, derivados y falta de transparencia del mercado secundario de

derivados.

4.3 Metodología de la investigación

Se trata de un estudio no experimental que comienza con una fase exploratoria, donde se busca identificar los elementos económicos que pueden ser el objeto de estudio para las crisis financieras según los trabajos de Reinhart, Rogoff y Kindleberger y poder aplicarlos en el análisis y en las variables utilizadas para las crisis financieras y su impacto. Es una investigación transversal porque toma datos históricos comprendidos en un lapso de 1982 al 2015.

Una de las teorías para la interpretación y explicación de las crisis financieras, se encuentran en la escuela postkeynesiana, que a través de uno de sus exponentes más influyentes: Hyman Minsky ofrece el modelo de la inestabilidad inherente del sistema capitalista, que describe los ciclos económicos e identifica como es que las burbujas tienden a generar crisis financieras.

Kindleberger está de acuerdo con el modelo de crisis económica de Minsky en casi todos los aspectos, viéndolo como el efecto de un cambio en la actividad económica que conduce a un cambio en las nuevas oportunidades de inversión y la ejecución hipotecaria de inversiones no rentables.

Estas novedosas oportunidades inversión tienden a generar un beneficio económico que a gran escala podría generar una época de auge que a su vez podría llegar a incidir en pérdidas económicas y si esta tendencia no comenzara a disminuir, podría llegar a una época de crisis económica. Explicado de una manera mas simple, cuando ciertos agentes especulan sobre un bien o producto estimulando al alza del precio con el propósito de venderlo a un precio más alto y así enriquecerse, no obstante, si esta conducta se analiza de una forma mas amplia, lo que acontece es que estos mismos agentes provocan a otros a especulares, estableciendo la misma conducta que a su vez de forma generalizada conllevara a la euforia. Que a su vez esta euforia lo que conlleva a un cambio de expectativas en los especuladores que ante una baja de precio no invierten y se produce un pánico que en ocasiones lleva a una crisis.

Kindleberger señala que las burbujas son subsecuentes a las manías, y posterior a eso continúan los periodos de euforia bajo los cuales una gran cantidad de inversionistas busca ganancias de capital de corto plazo únicamente contemplando el aumento sostenido del precio de un activo sin considerar el valor futuro del mismo y las condiciones que lo llevaron a ese punto. En estos periodos de euforia los inversionistas tienen la sensación de que el precio se mantendrá al alza antes. Cada comprador, observando la evolución reciente del precio del activo, cree que podrá comprarlo hoy y venderlo sustancialmente más caro en el futuro. Ese comportamiento empuja aún más al alza al precio del activo en cuestión; una manía, afirma Kindleberger, es como un ciclista: para mantenerse en pie debe seguir pedaleando; en el momento en que pare de hacerlo, caerá (*Kindleberger, 2005.*)

No obstante, el pánico llega cuando los acreedores de los activos caen en cuenta de la posibilidad de que este disminuya o pierda su valor, de cualquier modo, en el momento que inicia la caída del precio, los individuos comienzan a salir de manera abrupta y en este punto es cuando la burbuja ya no se puede retener.

A lo largo de la investigación de Kindleberger, señala que existe una reciprocidad entre las burbujas de los bienes y el crédito. Al considerar a la inflación como un suceso monetario, representaría que las burbujas inmobiliarias tienden a ser un fenómeno estrechamente relacionado al crédito, marcando la estrecha relación y a su vez el ciclo que existe entre los bienes inmuebles y el mercado bursátil. Cuando crece el precio de las propiedades inmobiliarias este se traslada al incremento de valor del Activo de muchas empresas y bancos, paralelamente estimula al alza del precio de las acciones, provocando un ciclo en el cual las operaciones suelen reinvertirse en el mismo segmento o en otro tipo de herramienta bursátil, lo que aumenta todavía más el precio de los activos.

Capítulo 5 Perspectivas sobre las crisis financieras de otros autores

Después de haber explorado una diversa bibliografía considerando la trayectoria de los autores, así como la similitud y la relación con las crisis económicas, con el propósito de

matizar y poder establecer el lugar en el cual se encuentra la teoría de Rogoff y Reinhart, se han identificado 5 artículos o libros de autores destacados que permiten entender las carencias, puntos fuertes e incluso las similitudes entre estos.

No obstante, es importante señalar que cada autor plantea una forma de abordar el estudio desde su perspectiva particular, algunos inician con el estudio de los datos y las fechas en los que suceden como lo es Lui Laeven y Fabian Valencia, mientras que otros llevan su estudio desde a teoría económica pura como lo es Maslow, a su vez se ha decidido contemplar teorías que son mas antiguas a lo que se delimitó en el planteamiento del problema, únicamente en este segmento de la tesis, con el objetivo de mostrar como fue que las teorías han ido avanzando y como es que en ciertos aspectos siguen vigentes.

5.1 Análisis del modelo de Hyman Minsky

Hyman Minsky, quien es un afamado economista estadounidense nacido el 23 de septiembre de 1919 en Chicago, EUA, y falleció un 24 de octubre de 1996 en New York, EUA, lo cual le permitió poder vivir el periodo histórico de la Gran Depresión, la cual duraría aproximadamente una década. Minsky desarrollo el ámbito académico en la Universidad de Chicago, en un inicio con la licenciatura en ciencias y posteriormente con la participación en el doctorado impartido por la Universidad de Harvard en administración. En su obra *“Stabilizing an Unstable Economy”* (Minsky, 1986), se ve reflejado una de las posibles explicaciones de lo sucedido en los tipos de crisis.

La idea principal habla acerca de que en un modelo económico abierto, en condiciones de estabilidad, no implicaría que se mantenga de forma permanente en la misma situación, no obstante, para que se origine una crisis económica o un estruendo súbito, se deben de generar ciertas condiciones, principalmente en el mercado mundial, como lo podría ser un aumento en los precios del petróleo, una invención tecnológica, una guerra, un acaparamiento de cierto bien o producto e incluso un estallido de las nuevas criptomonedas.

La hipótesis de la inestabilidad financiera fue desarrollada por el economista Hyman Minsky,

en la cual sostuvo que las crisis financieras son endémicas en el capitalismo porque los períodos de prosperidad económica alientan a los prestatarios y prestamistas a ser progresivamente imprudentes. Este exceso de optimismo crea burbujas financieras y las posteriores quiebras. Por lo tanto, el capitalismo es propenso a pasar de períodos de estabilidad financiera a la inestabilidad. Este es un tipo de fallo de mercado y necesita una regulación gubernamental.

Minsky plantea que el sistema económico es caracterizado por desequilibrio y la incertidumbre. El punto de partida es el nivel de beneficio, resultado de la inversión realizada y de las inversiones esperadas, estas últimas dependerán los beneficios futuros. Bajo el supuesto de Minsky, los bancos son considerados como una compañía que busca la máxima ventaja posible, su mecanismo para la obtención de fondos es a través de otros agentes económicos, casas, compañías y otros bancos. Su capacidad de financiamiento dependerá de su capacidad para crear nuevos bienes con los que financiar el resto.

Hay tres relaciones posibles entre los ingresos y la deuda para las unidades económicas que llaman la financiación cubierta, especulativa y Ponzi.

La primera hace referencia a la posibilidad de enfrentar los compromisos de pago con el ingreso de la actividad que realiza la unidad económica, la segunda refiere la situación en la que solo se paga la deuda adquiriendo una nueva y finalmente el ingreso Ponzi, cuyo nombre fue adquirido a modo de comparación de un famoso estafador, consiste en aquella situación en la que no se puede enfrentar el pago de la deuda ni de los intereses, dejando como opción la venta de activos o en su defecto pedir prestado.

La inestabilidad financiera podría resumirse como: El éxito engendra un exceso que lleva a la crisis o la estabilidad económica en **sí misma genera inestabilidad**. Desde la crisis crediticia, muchos han mirado hacia atrás y han visto que la Gran Moderación (un período prolongado de crecimiento económico durante los años 90 y 2000) había examinado cómo contribuía a la autocomplacencia y a la asunción de riesgos.

A) Estudio de taxonomía empresarial: finanzas de cobertura, especulativas y Ponzi.

Tradicionalmente, los préstamos bancarios están garantizados por activos. El préstamo está cubierto contra el incumplimiento. Por ejemplo, los bancos prestan hipotecas si la gente puede hacer un depósito y puede mantener los pagos de la hipoteca para pagar tanto el capital como los intereses. Normalmente, los bancos también comprueban los estrictos criterios de préstamo para asegurarse de que la hipoteca es asequible, es decir, que el cliente tiene capacidad de pago.

Sin embargo, si los precios de la vivienda aumentan y hay un crecimiento económico, ambos prestamistas son prestatarios que se vuelven más optimistas y están dispuestos a asumir mayores riesgos.

Los bancos insisten en depósitos más pequeños y están dispuestos a prestar múltiplos más grandes de ingresos, acto seguido, los préstamos se apalancan más, bajan la guardia y es más probable que se vuelvan más flexibles con el otorgamiento de créditos.

El mayor préstamo en sí mismo hace que los precios de los activos suban y esto aumenta aún más la confianza, por consecuencia la gente sigue esperando que los precios suban. Suele pasar algo similar a las crisis de pánico, es decir, de por medio existe un sentimiento colectivo que se niega a estar equivocado, parten del supuesto de que el precio de los activos seguirá subiendo.

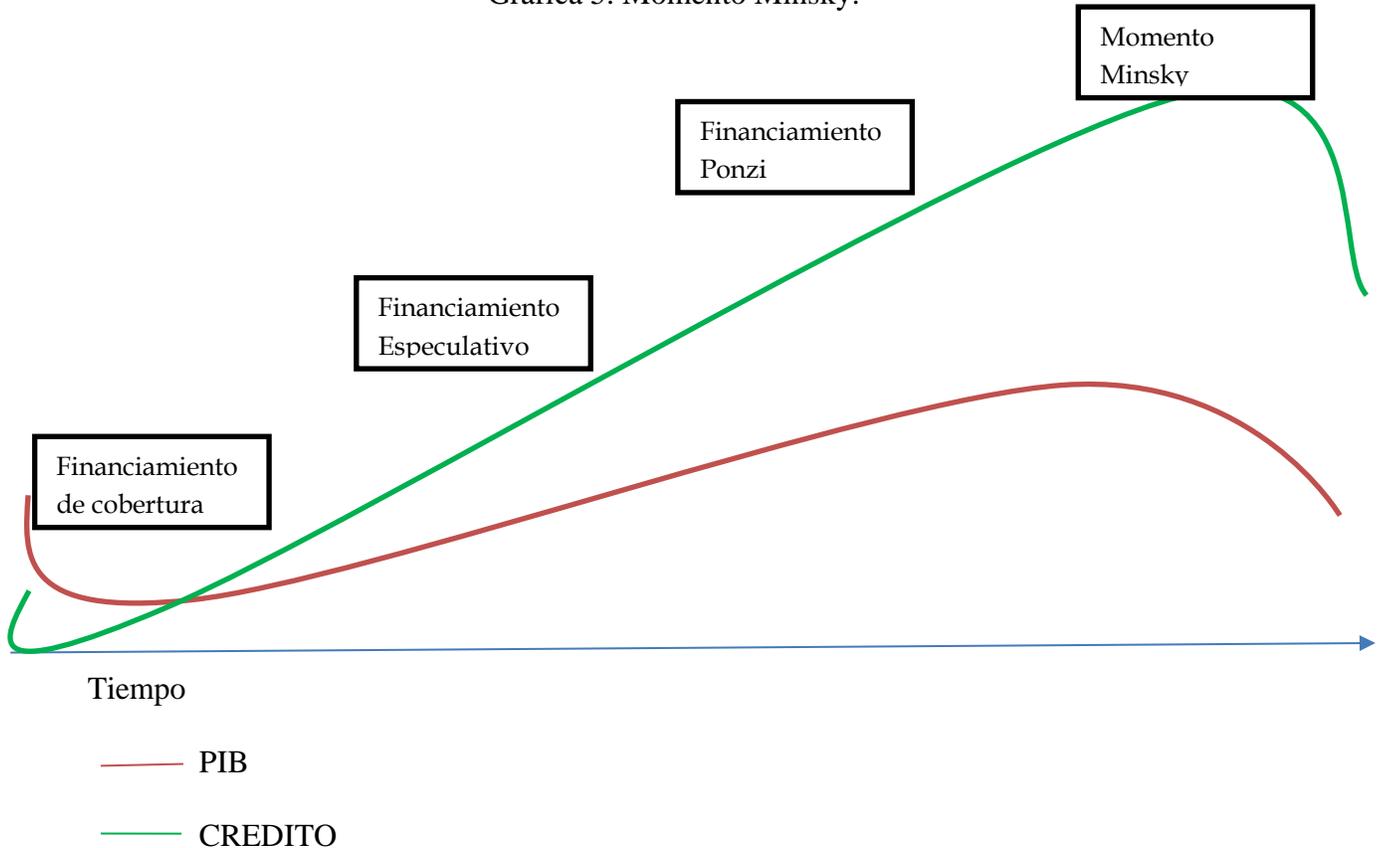
En lugar de préstamos de cobertura (préstamos seguros) vemos un crecimiento de los préstamos especulativos e incluso de los "préstamos Ponzi". Esto significa que los bancos y las instituciones financieras prestan dinero con la esperanza de que los precios de los activos sigan subiendo para permitir el reembolso. Sin embargo, los préstamos de naturaleza Ponzi son insostenibles a largo plazo, pues el deber ser esta en haber la devolución del préstamo inicial junto con los intereses pactados por la institución financiera, no esperar a que el valor de tu activo aumente y puedas cubrir ese valor sin dar algo de por medio.

Las entidades reguladoras deben de establecer que niveles de préstamos seguros, sin embargo, se ven inmersos en errores al permitir préstamos especulativos y Ponzi. Sin embargo, esta burbuja de activos y los préstamos especulativos no pueden mantenerse para siempre. Se basa en la expectativa irracional de que los precios de los activos sigan subiendo

más allá de su valor real. Cuando los precios de los activos dejan de subir, los prestatarios y prestamistas se dan cuenta de que su posición les ha dejado cortos, no tienen suficiente dinero para hacer frente a sus pagos. Todos intentan liquidar sus activos para cumplir con sus requisitos de préstamo, esto lleva a una pérdida de confianza y a una crisis de crédito.

El momento Minsky se refiere al punto en el que el sistema financiero pasa de la estabilidad a la inestabilidad. Es ese punto en el que los prestatarios sobre endeudados empiezan a vender sus activos para satisfacer otras demandas de reembolso. Esto causa una caída en los precios de los activos y una pérdida de confianza. Puede causar que las instituciones financieras se vuelvan ilíquidas - no pueden satisfacer la demanda de efectivo. Puede causar una corrida en los bancos mientras la gente busca retirar su dinero. Por lo general, el momento Minsky llega cuando los préstamos y los niveles de deuda se han acumulado a niveles insostenibles, esto puede llevar a una recesión de balance.

Gráfica 5. Momento Minsky.



Fuente: Elaboración Propia.

Minsky argumentó que debido a que el capitalismo era propenso a esta inestabilidad, era necesario utilizar la regulación gubernamental para evitar las burbujas financieras. Esta regulación financiera podría incluir:

- A) Regulación para prevenir la especulación y los préstamos Ponzi.
- B) Requerimientos a los bancos para que mantengan cierta liquidez en las reservas de efectivo.
- C) Exigir a los bancos que contribuyan a un fondo de estabilidad durante los años de auge, que se utilizará en tiempos de crisis.
- D) Requisitos estrictos para los préstamos hipotecarios, es decir, no permitir hipotecas de auto-certificación, hipotecas de sólo interés, etc.

- E) Disposición a actuar sobre la inflación de los precios de los activos, por ejemplo, aumentando los tipos de interés si hay un exceso de inflación en el precio de la vivienda.
 - F) Dividir los bancos entre las divisiones de ahorro tradicionales y la banca de inversión más arriesgada.
 - G) Un Banco Central fuerte dispuesto a fungir como prestador de emergencia
- B) Método para la identificación de crisis financieras de Hyman Minsky en relación al modelo planteado por Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart

Kindleberger seguido de Carmen Reinhart y Kenneth S. Rogoff consuman una descripción de crisis financiera al igual que Minsky en donde se hablan a cerca de la restructuración del crédito, de la forma en la que los países se posicionan en un punto de estabilidad y prosperidad económica, la especulación, la incertidumbre que cuando se presenta una crisis financiera, juega un papel importante debido a que un cambio de enfoque puede derivar en *“pánicos bancarios que conducen al cierre, fusión o adquisición por parte del sector público a una o más instituciones... si no hay pánico, el cierre, fusión, adquisición o apoyo a gran escala por parte del gobierno”* (Reinhart y Rogoff, 2011) e incluso de la parte de impagos que muchas empresas suelen tener al mostrarse confiadas debido a un ciclo de prosperidad financiera.

Sin embargo, Carmen Reinhart y Rogoff, plantean que absolutamente todos los países han estado por lo menos una vez en situación de impago y que dependiendo de una subdivisión de deuda la cual denominan “Clubes de deudores y de las regiones de intolerancia a la deuda extrema” (Reinhart y Rogoff, 2009) es la posibilidad que tienen de salir de ella, he incluso mide que tan difícil, según un análisis detallado de las situación en las que se ha encontrado de impago y del número de veces en las que ha llevado a cabo una restructuración de su deuda, en donde los países con cierta debilidad institucional y con impagos recurrentes, suelen presentarse como los principales en generar una deuda que ha futuro se traduce como en inalcanzable de cubrir, e incluso, pasan a un lugar en que le son negados los créditos y que lamentablemente no es fácil de superar. No obstante, Minsky pensaba que, durante una

época de estabilidad, las regulaciones en el sector financiero se hacían mas ligeras, convirtiéndola en un riesgo para la estabilidad económica.

Las crisis financieras modernas se derivan de un sistema financiero inestable por naturaleza. Las diferentes tesis que, a partir de Minsky, demuestran que en realidad se cumple la hipótesis que, si una economía se sustenta en financiamiento especulativo y del tipo de Ponzi, se tornará más inestable.

En una situación prolongada de bonanza, en las que suele haber mayor endeudamiento derivado de la invitación implícita de crecimiento en la que se subestima el riesgo, las economías capitalistas tienden a transformar los ingresos en una financiación cubierta, especulativa o Ponzi sin necesidad de causas externas. Debido a que estas expectativas de ventajas se cumplen, las deudas crecen. Apoyado por la expansión de los mercados financieros en desarrollo que ofrecen nuevos productos cada vez más sofisticados. Por fin, cuando los beneficios esperados no cumplen las expectativas, se desencadena el pánico, la deuda aumenta y posteriormente la crisis explota.

En 2007 cuando se desencadenó la crisis, Minsky creía que el sistema financiero sufriría un deterioro derivado del exceso de confianza para socavar la evaluación de riesgos, lo que causa una deuda general hasta que llegue el colapso. Sin embargo, los bancos centrales se hicieron presentes, jugando un papel importante en cuanto a la amortización del declive económico. En Europa y Estados Unidos, parece que el principio de euforia económica transita libremente, sin embargo, el endeudamiento a nivel mundial solo ha aumentado desde el inicio de la crisis.

Posterior a las crisis financieras, Minsky creía que el Banco Central debería absorber más responsabilidades para olvidar el problema real, esto como una posible solución al problema. Para Minsky, el sistema capitalista solo se puede mantener estable con los precios que coordinan la estructura productiva (economía ortodoxa), los precios tienen el propósito de la asignación de objetivos con fines competitivos, pero los precios no solo tienen esa función, sino que además pueden deben servir para generar excedentes que permitan realizar el pago de las deudas y dar lugar a la rentabilidad a los bienes de capital suficientemente altos para inducir a los capitalistas para invertir.

5.2 Análisis de Systemic Banking Crises Revisited, autores Luca Laeven y Fabian Valencia

El presente estudio fue obtenido y elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicado en el 2014, tiene dos autores, el primero es Luca Laeven un economista holandés que trabajo en el FMI como director general del área de investigación, el otro autor es Fabian Valencia un economista que tiene el cargo de economista principal en el departamento del hemisferio occidental del FMI; ellos realizaron una base de datos como la que hicieron Rogoff y Carmen Reinhart sobre las crisis bancarias.

Para su estudio consideran un periodo de tiempo que parte del año 1970 y culmina con el 2017 el cual abarca desde la recesión de 1970 hasta la crisis inmobiliaria del 2008, su estudio no es únicamente cuantitativo, también han considerado otras variables como lo son:

- a) Fechas de crisis
- b) Políticas las respuestas para resolver las crisis bancarias
- c) Costos fiscales y de producción de las crisis.

Una de sus primeras conclusiones es que identifican que las crisis afectan de distinta forma a los países de bajos o medianos ingresos respecto a los países de altos ingresos, señalan que la principal diferencia entre estos subconjuntos es que, tienden a afectar de una forma más profunda las crisis a los países de bajos y medianos ingresos, provocando consecuencias de las crisis más duraderas, además matizan que se estas se tienden a vincular con los bancos debido a que ofrecen garantías bancarias, se identifican mayores pérdidas en la producción y una reducción en los costos fiscales; de igual forma las naciones con ingresos más altos, propenden a aplicar políticas macroeconómicas expansivas; es decir que se enfocan en un aumento del gasto público y una disminución en la recaudación con el propósito de contener los efectos mientras que en los países de ingresos bajos y medianos se enfocan en políticas contractivas; es decir que se enfocan en la recaudación fiscal y mantienen el gasto público.

Desde el inicio se identifica una diferencia notoria al estudio de Carmen Reinhart y Kennet Rogoff, debido a que analizan las crisis con base en los ingresos de los países, mostrando un mayor ajuste, en su estudio además han considerado como es que la producción se ve afectada ante las crisis.

Continuando con el análisis del estudio de Valencia y Laeven ellos señalan que existen tres tipos de crisis:

- a) Crisis de tipo bancarias
- b) Crisis de la deuda soberana
- c) Crisis cambiarias

De acuerdo a su tiempo de estudio y a sus datos los autores identifican un total de 151 crisis bancarias, 236 crisis cambiarias y 74 crisis soberanas. A pesar de dividir su estudio de acuerdo a los tipos de crisis, señalan que existen algunas similitudes entre las crisis de deuda soberana, así como las crisis de tipo bancarias y las crisis cambiarias y es que tienden a relacionarse entre si, coincidiendo en momentos históricos particulares.

Laeven y Valencia definen a una crisis bancaria; como un fenómeno inoportuno sin una fecha evidente de un inicio que conllevan disminución en el largo plazo sobre las actividades económicas, aumentando la intermediación financiera y perjudicando de forma activa el bienestar. En este punto Valencia y Laeven justifican la importancia de desarrollar modelos con el propósito de predecir crisis, además de estructurar políticas con el propósito de disminuir las consecuencias de las crisis, para ellos resulta fundamental establecer una forma adecuada en la obtención de los datos sobre las crisis, debido a que un mal manejo en la información conlleva a establecer conclusiones erróneas como fue la crítica de Thomas Herdon a Reinhart y Rogoff, en la cual se presentaba una relación entre el gasto público y otras variables económicas, mostrando un vínculo co relacional entre gasto público y crisis financieras que resulto espurio.

Dentro de sus primeras observaciones sobre las crisis bancarias, fue la forma en que los países enfrentan las crisis, al comparar los episodios de crisis bancarias entre países de diferentes niveles de ingresos, encontraron diferencias sustanciales. En términos de políticas económicas, identificaron que se tienden a usar de forma similar las políticas de intervención financiera tanto en países de altos ingresos como en los países de ingresos bajos y medios, no obstante, al establecer garantías sobre pasivos bancarios ha sido mas aplicado en los de altos ingresos; Valencia y Laeven sugieren que puede ser a causa de tener instituciones económicas con un grado mayor de espacio fiscal, provocando que las garantías fiscales sean mucho mas solidas respecto a las naciones de ingreso medio a bajo, con instituciones menos eficientes.

De igual forma al estudiar la implementación de políticas monetarias y fiscales de tipo expansivas durante las crisis bancarias en países de altos ingresos respecto a las de ingresos bajos y medios; es notoria la diferencia debido a la disponibilidad de espacio fiscal y monetario además de la clara diferencia en torno a la capacidad de financiar déficits más grandes en economías de mayor volumen, debido a que tienden a actuar anticíclicamente con el fin de disminuir las consecuencias de la crisis y de esta forma no perjudicar el bienestar de la sociedad.

En tanto los países con bajos y medianos ingresos, no tenían la capacidad de afrontar o solicitar planes de deuda lo cual, los hizo enfrentar las crisis de una forma prociclica.

Laeven y Valencia marcan de una manera muy puntual que una crisis bancaria tiene un par de condiciones para que sean considerados de esta manera:

- A) Señales evidentes de problemas en el sistema bancario, por ejemplo, la poca fe en la moneda, provocando que las personas busquen sacar su dinero de los bancos; una disparidad en el tipo de cambio respecto a monedas más fuertes.
- B) Intervención gubernamental a la política bancaria con el propósito de contrarrestar las pérdidas en el sistema bancario.

A la par los autores señalan es probable que durante el primer año se cumplan estos dos criterios, acentuando los daños de la crisis bancaria. No obstante, estas condiciones aparecen de forma sistemática como signos de problemas graves en el sistema bancario; de igual forma con la aparición de la primera condición se podría considerar como suficiente para definir una crisis bancaria sistémica en la que el sector bancario sufre pérdidas severas y que debería de ser liquidado.

Pero, como se determina que se cumplan las condiciones, en el caso de la primera existen ciertas condiciones que denotan la poca fe en el sistema bancario, en cuanto a la morosidad tiende a estar por encima del 20% del total de los préstamos o sobre los cierres bancarios, lo cual se consideraría como una pérdida, adicionalmente a esto el costo de la reestructuración bancaria es tan alto que supera el 5% del PIB. Sin embargo, confiar únicamente en el primer criterio es problemático porque no siempre es fácil determinar el grado de dificultad financiera en el sistema bancario, especialmente en países de ingresos bajos y medios, por lo tanto, resulta fundamental el segundo criterio, con el propósito de corroborar las condiciones.

Laeven y Valencia señalan que; para que una intervención política en el sector bancario sea significativa al menos tres de las seis medidas siguientes se deben de haber utilizado:

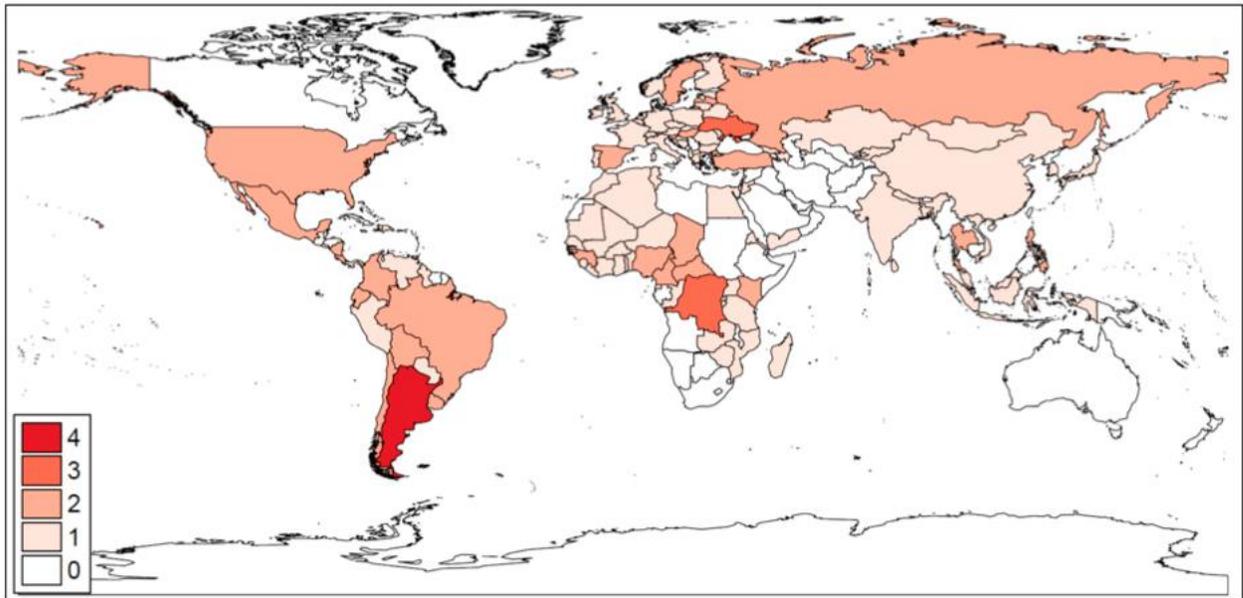
- 1) Congelación de depósitos: En el cual se debe de indicar si el gobierno ofrece límite de depósitos, retiros o vacaciones. Si se implementa, también han recopilado información sobre los tiempos de congelación de depósitos, así como los días festivos e instrumentos.
- 2) Nacionalizaciones bancarias significativas: Es decir; compras gubernamentales de grandes instituciones financieras, incluso cuando el gobierno tiene una gran participación en esas instituciones financieras.
- 3) Costos fiscales de la reestructuración bancaria: Garantías gubernamentales sustanciales para pasivos bancarios, que demuestren que el gobierno ha brindado protección integral de pasivos o que la garantía del gobierno se ha extendido para cubrir pasivos no

depositarios del banco. Solo no están cubiertas las medidas destinadas a mejorar la protección de los depósitos.

- 4) Amplio respaldo de liquidez: El cual los autores lo han medido con los activos del banco central en relación con otros bancos comerciales y con el apoyo directo de liquidez del banco del tesoro. Laeven y Valencia han creado una variable mediante la suma de los depósitos y pasivos bancarios de no residentes. Cuando el índice supera el 5 % y se duplica con respecto a los niveles previos a la crisis, consideran que el respaldo de liquidez es amplio.
- 5) Garantías significativas establecidas: Las cuales se han definido como el monto total del gasto fiscal con el propósito de reestructurar el sector financiero, de los cuales el componente más importante es el costo de refinanciamiento y al excluir el apoyo de liquidez, Laeven y Valencia muestran que los costos de reestructuración serán altos si supera el 3% respecto al PIB. De igual forma consideran el gasto fiscal bruto, no en el gasto fiscal neto, ya que lleva tiempo reconocer un margen de beneficio.
- 6) Compras significativas de activos (al menos el 5 por ciento del PIB): Esta variable se refiere a la compra de activos de las instituciones financieras.

Laeven y Valencia justifican que el objetivo de usar este método; es para empatar las crisis bancarias con el uso de criterios determinados para estos eventos, lo que a su vez se contrapone con la base de datos de Rogoff y Reinhart, dado que se enfocan en estudiar las crisis para analizar sus similitudes. De igual forma, el estudio de la intervención política resulta bastante particular respecto al estudio de otros autores, lo cual permitió no solo considerar eventos sistémicos, también redujo la subjetividad de la definición de crisis.

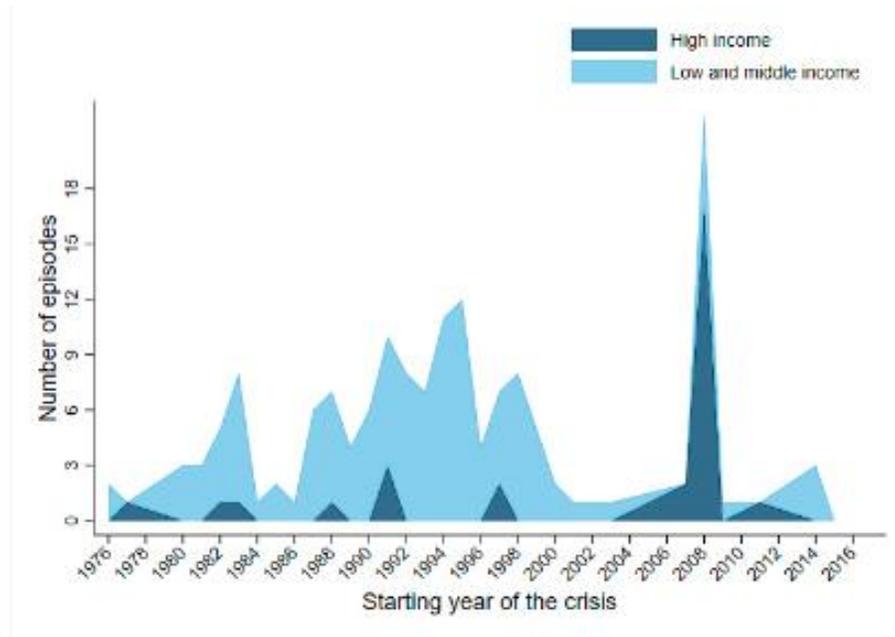
Gráfica 6. Frecuencia de crisis de 1970 al 2017



Mapa obtenido del artículo de Laeven y Valencia.

De manera general, encontraron que desde 1970 identificaron 151 crisis bancarias, de las cuales 4 episodios comenzaron desde 2011: Chipre (2011), Guinea Bissau (2014), Moldavia (2014) y Ucrania (2014). Posteriormente al considerar los datos del Banco Mundial, agruparon las crisis bancarias de acuerdo al nivel de ingresos del país afectado al inicio de la crisis.

Gráfica 7. Crisis clasificadas por nivel de ingreso de 1970 al 2017



Mapa obtenido del artículo de Laeven y Valencia.

Su principal conclusión respecto a cómo las crisis bancarias afectan a los países tanto de alto como bajo ingreso, muestra que las crisis bancarias rara vez son eventos de un solo país, con olas de crisis que afectan a distintos países.

Los autores señalan que, para evaluar la secuencia de crisis, han sumando algunas variables a su base de datos como lo son las bases monetarias y soberanas. Usamos una definición similar a la utilizada por Laeven y Valencia para definir una crisis monetaria como una depreciación nominal de una moneda frente al dólar estadounidense.

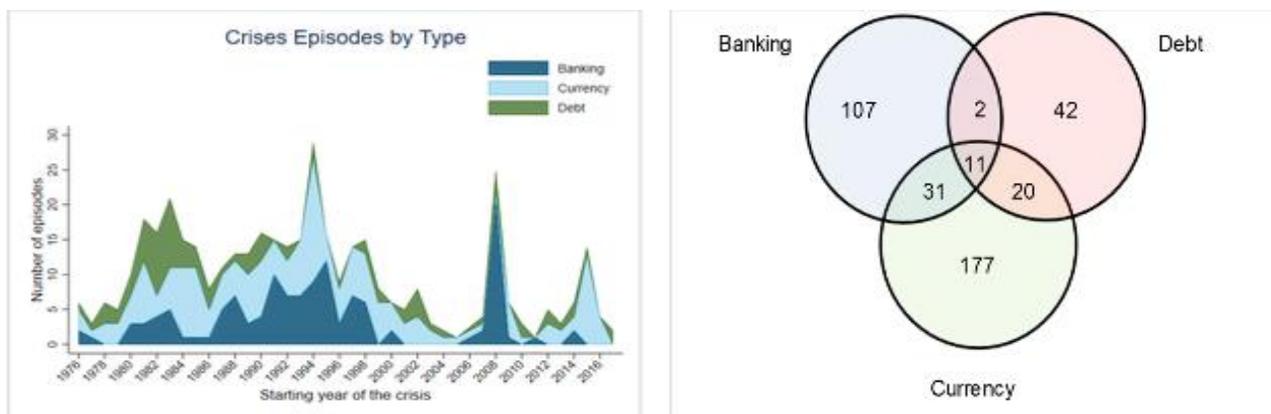
A su vez se consideran un par de condiciones para asimilar que esta regla se cumple:

- A) Depreciación anual de al menos 30%;
- B) Al menos 10 puntos porcentuales superior a la tasa de depreciación observada en el año anterior.

Al restringir las crisis monetarias a estas reglas, ellos han marcado que han existido alrededor 236 crisis cambiarias que ocurrieron entre 1970 y 2017. Es importante señalar qué consideran el índice de tipo de cambio bilateral, con el propósito de encontrar una comparación más real de como se ha afectado esta variable; Tras haber analizado las crisis, han notado que las crisis de cierto tipo son contagiosas y pueden convertirse en otro tipo de crisis, provocando cadenas de crisis, en los cuales los indicadores de crisis monetaria y deuda pública se acentúan, a lo largo del tiempo para países que experimentan crisis bancarias.

Las crisis monetarias y las crisis de la deuda soberana a menudo coinciden o siguen a las crisis bancarias, y las crisis monetarias culminan un año después de la crisis bancaria. y sobre la base de diferentes definiciones de crisis, las similitudes en las conclusiones son: la industria bancaria tiende a ver las crisis como coincidentes o anteriores a las crisis monetarias y de deuda. Esta es una razón obvia por la qué enfatizamos las crisis bancarias.

Gráfica 8. Crisis clasificadas por tipo de 1970 al 2017



Mapa obtenido del artículo de Laeven y Valencia.

Laeven y Valencia de igual forma han considerado cómo se han afrontado las crisis económicas a través de políticas pública:

A) Sector financiero durante las crisis

La respuesta política de un país a las dificultades bancarias generalmente incluye el despliegue de apoyo de liquidez al sector bancario, especialmente en respuesta a corridas bancarias. La provisión de liquidez durante las crisis bancarias sistémicas es notoria .

B) Políticas macro económicas

La formulación de políticas suele utilizar la política fiscal y monetaria para disminuir sus consecuencias económicas, en la cual se muestra como que los países de ingresos altos y medianos - bajos enfrentan de forma distinta.

De forma general Laeven y Valencia concluyen que, tras analizar los efectos por los últimos diez años de las crisis mundiales, ha habido países que son capaces de superarla en generar los de los altos ingresos, mientras que en el caso de los países de ingresos medianos-bajos dejan serios problemas heredados. En términos de pérdidas de producción permanentes, altos niveles de deuda pública, apoyo político, liberalización total y propiedad estatal sustancial de activos financieros.

Señalan que a pesar de haber analizado desde 1970 al 2018, existen muchas áreas de aprendizaje, y que el cómo predecir las crisis bancarias, cómo prevenirlas y cuál es la mejor manera de enfrentarlas se mantiene en un termino todavía distante.

El rigor científico para la obtención de datos es fundamental para el análisis, para no caer en el error que cometió Rogoff y Reinhart. Por lo tanto el acceso a la información debería de mantenerse de forma y así vez incentivar a que los individuos con la capacidad suficiente tengan herramientas para opinar.

A pesar que Laeven y Valencia terminan su investigación centrándose mayormente en las consecuencias de las crisis, es muy complementario el análisis y la recopilación de datos respecto a Reinhart y Rogoff, además la clasificación de como fueron las causar al considerar y dividir los países de acuerdo a su grado de ingreso, muestran como es que una investigación a pesar de tener una carga ideológica muy similar en este caso respecto al nivel de la deuda,

se pueden utilizar otros métodos matemáticos y estadísticos para llegar a conclusiones similares.

5.3 Análisis de la Condición de deuda de Harrod Domar

Evsey Domar es uno de los economistas más celebres y que ha aportado ideas y teorías en demasía la economía, en este caso se acotara su conocimiento al estudio de la deuda en su libro *Debt Burden and National Income* publicado en 1944, en cual tiene un énfasis en la dinámica de la deuda pública, crecimiento económico, evaluación de riesgos asociados con el crecimiento económico, la deuda pública.

La condición de Domar establece que para que la deuda pública de un país sea sostenible, la tasa de incremento nominal de la economía debe ser mayor a la tasa de crecimiento de la deuda pública nominal. Mientras se cumpla esta condición, cada nivel de deuda pública es sostenible bajo el modelo Domar y el país permanece insolvente.

En 1944 Domar consideró las condiciones de estabilidad fiscal propuestas, las cuales están impulsadas por las restricciones presupuestarias del gobierno, poniendo un énfasis en el lado de la oferta de la deuda del Estado; dada la demanda de bonos del gobierno, su premisa fundamental es que la sostenibilidad de la deuda del gobierno esta relacionada con las variaciones en las tasas de interés, a las variaciones por el lado de la oferta y la demanda de bonos del gobierno.

El nivel de deuda pública de un país es una medida para el análisis económico de una nación y tiene un gran impacto en cómo el mundo percibe el manejo de las finanzas y que tan fuerte es. Los niveles de deuda del gobierno siempre han sido un tema clave para la comprensión de las situaciones económicas, y la percepción de instituciones internacionales o agencias calificadoras que monitorean los niveles de deuda pública de un país, muestra la situación actual de la economía de forma general, las decisiones, políticas e inversionistas internacionales sobre el bienestar económico del país, una deuda pública elevada se hizo

evidente durante la crisis financiera mundial; de forma particular a lo largo de la crisis Europea de la deuda soberana del 2010, cuando países como Grecia estuvieron al borde del default y tuvieron que recibir paquetes de rescate de la Unión Europea.

En cuanto a la perspectiva de Reinhart y Rogoff, resulta fundamental el considerar el nivel de deuda de un país, dado que ellos manifiestan que la deuda funge como un indicador fundamental previo a las crisis, señalando que a mayor nivel de deuda mayor será la probabilidad de una crisis mas profunda, por lo tanto, el análisis de la perspectiva de Domar, resulta muy importante para contraponer esta idea.

Regresando a Domar, resulta fundamental el establecer de forma directa qué nivel de deuda pública es sostenible para la economía, a lo cual de acuerdo a Domar cuando la tasa de incremento nominal de la economía es mayor a la tasa de incremento de la deuda pública nominal no existirá problemas de deuda mientras que en caso inverso, se considera en riesgo de caer en una crisis.

Para Domar la deuda del gobierno es una función de los patrones de ingresos y gastos del gobierno, y que bajo ciertas condiciones puede llegar a crear un superávit que se podría considerar benéfico debido a que no se requiere financiamiento, mientras que bajo un déficit presupuestario se requerirá un financiamiento que se puede realizar tres formas:

- A) Mediante la emisión de bonos emitidos por el gobierno.
- B) Mediante la impresión de dinero emitido por el banco central.
- C) A través de la financiación externa.

Cada una de estas respuestas puede traer tanto beneficios para solventar su déficit o acarrear grandes consecuencias como lo puede ser la inflación al emitir moneda, o el compromiso de pago a largo plazo sin solvencia que podría llegar a desencadenar en una crisis.

Para comprender la condición de estabilidad de la deuda de Domar se expresa mediante la ecuación:

$$d^* = \frac{s}{r - g}$$

En la cual:

d^* = Nivel estable de deuda

s = Déficit primario

r = La tasa de interés nominal

g = La tasa de crecimiento nominal y el denominador contiene el diferencial de crecimiento de la tasa de interés (rg).

La estabilización de la deuda significa que un déficit de cualquier nivel es sostenible siempre que la tasa de crecimiento nominal del país sea superior a su tasa de interés nominal. El numerador de la ecuación indica cambios en los balances económicos y fiscales. En teoría, un déficit primario es el déficit fiscal menos los intereses sobre el saldo de la deuda. Las condiciones para la estabilización de la deuda se cumplen cuando la renta por antigüedad es cero, lo que significa que el financiamiento con bonos es la principal o única fuente de financiamiento del déficit sin necesidad de que el banco central emita dinero de acuerdo a Domar.

De una forma simple se podría decir que la ecuación significa que cualquier nivel de deuda es sostenible siempre que el denominador sea negativo, es decir; la tasa de crecimiento económico nominal es mayor que la tasa de interés nominal. Lo cual conduce a múltiples escenarios para diferentes combinaciones de déficit clave, tasas de interés y tasas de crecimiento. Por lo general, la dirección del valor de Domar dependerá del numerador y el denominador, pero en particular del diferencial de ganancia de la tasa de interés, el denominador. primero.

El diferencial de ganancia de la tasa de interés resulta fundamental y plantea 3 posibles escenarios:

Un diferencial de ganancia de la tasa de interés negativo, es decir $g > r$ y superávit primario, la deuda pública disminuirá y alcanzará un nivel estable, por lo que se puede concluir que la

deuda pública está en equilibrio. Lo cual generara ahorro público, ya que los ingresos superarán los gastos de ingresos y el costo del endeudamiento será inferior al crecimiento económico.

Si el diferencial de ganancia de la tasa de interés es negativo, es decir, $g > r$, y el saldo principal es deficitario, entonces la deuda pública permanece en equilibrio cuando el crecimiento económico supera los costos de endeudamiento a pesar del déficit principal.

Si el diferencial de ganancia de la tasa de interés es positiva, es decir, la mayor tasa de crecimiento es menor que el costo del crédito y el gobierno ve un superávit primario, la situación es incierta ya que depende del nivel inicial de deuda del gobierno. La deuda se puede equilibrar si el endeudamiento inicial es menor o igual al superávit primario porque un superávit primario dará como resultado: La deuda disminuye con el tiempo. Si IRGD sigue aumentando, la deuda se vuelve insostenible en este caso.

Domar sostiene que, si las tasas de interés suben demasiado, el nivel de deuda caerá a un nivel más bajo y, por el contrario, a tasas de interés moderadas, la deuda pública aumentará naturalmente. La relación entre la deuda y las tasas de interés a menudo se invierte porque las tasas de interés altas desalientan los préstamos, mientras que los escenarios de tasas de interés bajas o blandas ayudan a los gobiernos a extender los préstamos hasta cierto punto.

El nivel de deuda pública disminuirá gradualmente con el tiempo, el crecimiento económico conduce al servicio de la deuda, pero su capacidad de servicio de la deuda ciertamente no conduce al crecimiento económico.

Para concluir retomando el estudio de Domar la relación entre el déficit principal y el diferencial de ganancia de la tasa de interés puede verse como un evento único y temporal. La premisa básica del modelo Domar es centrarse en promover el crecimiento económico en lugar de preocuparse por el aumento de los niveles de deuda. Lo cual aporta una perspectiva de alguna forma opuesta la de Reinhart y Rogoff debido a que ellos se centran en como se debería de disminuir los niveles de deuda llegando a proponer un estado

5.4 Análisis del modelo de Joseph Stiglitz

Ganador del Premio Nobel de Economía, Joseph Stiglitz demostró como son los efectos sobre la distorsionante “asimetría de la información”, entre su trayectoria se destaca como jefe economista del Banco Mundial, consejero de la casa Blanca de 1993 al 2001, además de ser el editor del Journal of Public Economics, Review of Economic Studies y American Economic Review, a su vez ha trabajado como catedrático de renombradas universidades como Yale, Princeton, Oxford y Stanford.

Para Stiglitz el neoliberalismo es un sistema fallido, “al presentarse se creía que el libre mercado tendría un mayor crecimiento con un efecto de derrama económica mundial, lo cual fue asociada con financiación, globalización, cuotas de impuestos bajas y liberalización y 40 años después resulto ser un fracaso”. (Stiglitz, Joseph E. Taurus, 2020).

Es por ello que en su texto “Caída libre: el libre mercado y el hundimiento de la economía mundial” (Stiglitz, Joseph E. Taurus, 2010) propone la necesidad de una nueva reestructura hacia la economía, partiendo de la crisis del 2007 donde la economía se encontraba inundada de liquidez debido a bajas tasas de interés que promovieron la adquisición de créditos que posteriormente se convertirían en adquisiciones de alto riesgo y una relajada regulación la cual alimentaba una burbuja inmobiliaria.

Stiglitz expone como Alan Greenspan, presidente de la junta de Reserva Federal quién mantuvo ideales referentes a cerca del mercado libre en los que se predicaba que este último se desarrollaban sin trabas, eficientes, si había algún error se reprenden velozmente, entre mas chico sea el gobierno mas eficiente será, en cuanto a los bancos centrales convendrían de ser autónomos y con un principal objetivo; la baja inflación, entre otras premisas, admitió que había un fallo en dichos ideales y razonamientos.

El autor comienza con la desaceleración económica que vivió Estados Unidos durante las elecciones presidenciales en un periodo del 2007 al 2018, donde se creyó que Barack Obama corregiría políticas de la administración pasada, por lo que el principal objetivo es identificar una estructura reguladora que desencadene en el crecimiento y la estabilidad.

Dentro de su texto, Stiglitz analiza la crisis inmobiliaria partiendo de la conversión de una burbuja tecnológica a una inmobiliaria. Continuando con la crítica hacia el presidente de la FED (Reserva Federal) Alan Greenspan, la burbuja tecnológica o punt-com desarrollada en 2000, tuvo como consecuencia un desplome sobre el precio de las acciones de las compañías de tecnología a un 78%, en el sector de alta tecnología se habían realizado gran parte de las inversiones, las cuales se detuvieron derivadas de la ruptura que no se tenía pronosticado, tuviera afectaciones al resto de la economía.

En el año 2001 Estados Unidos durante la recesión, se adoptó este episodio como excusa para forzar la baja de impuestos al 1% de la población más privilegiada. Sin embargo, estas no estaban enfocadas al estímulo de la economía, por lo que se asignó el nivel de empleo a la política monetaria.

En este esquema, Alan Greenspan disminuyó la tasa de interés, llenando un mercado con un exceso de capital circulando, lo que provocó el remplazamiento de la burbuja tecnológica para convertirse en una burbuja de vivienda la cual alcanzó el apogeo en el sector inmobiliario y en el consumo, al grado de generar una demanda que aparentaba superar a la oferta. En resumen, los mercados financieros de EE. UU. no cumplieron con las funciones corporativas centrales de gestión de riesgos, asignación y ahorro de capital mientras mantenían bajos los costos de transacción. Por el contrario, crea riesgos, asigna mal el capital y fomenta el endeudamiento excesivo al mismo tiempo que aumenta los costos de transacción. (Stiglitz, Joseph E. Taurus, 2010).

Después analiza la responsabilidad que recae en las empresas hipotecarias que otorgaron créditos a personas de bajos ingresos o que no tenían la capacidad de pago suficiente a través de una calificación aprobatoria. Es decir, una AAA que les permitió acceder a ellos sin medir el riesgo, además de banqueros y de los responsables en dar vida a un producto de alto riesgo

conocido como Credit Default Swaps¹⁰. Stiglitz también resalta como economistas Keynesianos, quienes no compartían la idea de que el mercado se lograría corregir por sí solo, entre ellos el financiero y filántropo George Soros, Nouriel Roubini quien estudio en la universidad de New York, Robert Wescott, quien trabajaba en la casa blanca, como miembro del Consejo de Asesores Económicos, además de Morgan Stanley¹¹ y Robert Shiller especialista en el estudio de la vivienda en la Universidad de Yale, acudieron a la Reserva Federal y del tesoro estadounidense para advertirles aquel crac que estaba por venir, sin embargo, estos últimos mantenían su fe en la autorregulación.

Ben Bernake, ex presidente de la FED del (Reserva Federal de los Estados Unidos de América) aseveraba que era bastante improbable, al grado de tornarse verosímil que el impacto de los mercados financieros sobre los inconvenientes en el mercado de alto riesgo repercutiera de forma directa, debido a que el riesgo de alguna forma aparentaba estar es controlado por consecuente, permitió que la emisión de hipotecas de alto riesgo prosiguiera, como consecuencia, tuvo que enfrentarse a la realidad del colapso masivo de un evento que se pensó, se ajustaría con la autocorrección natural de los mercados.

Para Stiglitz, de todos los posibles síntomas de una “enfermedad económica” (Stiglitz, Joseph E. Taurus, 2010), la preocupación comenzó desde 1992 donde la titulización de las hipotecas era subestimada por los compradores y vendedores para la posibilidad de una caída los precios.

Como ejemplo, se habla de la crisis de Islandia quien el autor denomina como un ejemplo de cómo una economía chica y con una ideología de libre mercado y globalización se ampara ante la des regulación, confiando totalmente en los intereses de los agentes no gubernamentales (Stiglitz, Joseph E. Taurus, 2010). Un país que llevaba una época de bonanza impulsada por sus bancos, con aproximadamente 328.000 habitantes, alto nivel

¹⁰ Credit Default Swaps: Derivado financiero que permite a un inversor intercambiar o compensar su riesgo crediticio con el de otro inversor. Para canjear el riesgo de incumplimiento, el prestamista compra un CDS de otro inversionista que accede a reembolsar al prestamista en caso de incumplimiento del prestatario.

¹¹ Multinacional financiera estadounidense que desarrolla su actividad como banco de inversiones y agente de bolsa. Su sede central se encuentra en Nueva York.

educativo, además de contar con un clima extremo que lo llevaría a desafiar su situación geográfica para lograr una renta per cápita de 40.000 USD. Por otro lado, Islandia también derivó en un endeudamiento a niveles históricos con poca regulación. Sus bancos consiguieron acumular una gran cantidad de deuda, por valor de 86.000 USD respecto a un PIB el cual, apenas llegaba a 13.000 UDS millones en 2009, es por ello que Stiglitz, tras realizar varias visitas a Islandia, advirtió del riesgo inminente en el que podrían derivar sus políticas de liberalización. Con tan solo tres bancos, Islandia logró recibir depósitos y adquirir millones de dólares, con un valor equivalente a 11 veces su PIB.

En el momento en que la crisis de inmuebles del 2008 comenzó a circular por el mundo, desde Nueva York hacia la periferia mundial, se generó una gran incertidumbre en un país tan pequeño y a su vez tan cercano a los capitales, generando que los bancos de Islandia sufrieran las consecuencias, pues al igual que en otras partes del mundo, asumieron altos riesgos y un elevado endeudamiento. Cuando los mercados financieros se percataron, comenzaron a retirar el dinero. Estos bancos, en especial Landsbanki, buscaron la forma de cautivar a nuevos accionistas y clientes de naciones como Reino Unido y Países Bajos mediante el ofrecimiento de cuentas con altos rendimientos. A la par, ellos especularon era el caso de una “barra libre”, expresión que le atribuye Stiglitz a la idea que tuvieron estos últimos de conseguir rentabilidad más alta sin riesgo y que su propio gobierno haría la tarea de regulación, es decir, como en todas partes, una vez más los reguladores asumieron que el mercado cuidaría de sí mismo.

Islandia fue el primer país desarrollado que solicitó ayuda del Fondo Monetario Internacional en más de 30 años, tomar el dinero prestado de los depositantes solo compraría tiempo antes de llegar al día del ajuste de cuentas. Islandia no podría permitir llenar sus debilitados bancos con miles de millones de dólares, y con el paso del tiempo, a medida que se hacía latente esta realidad, solo era cuestión de tiempo para que los depositantes realizaran una escapada intensiva sobre los fondos del régimen crediticio de este país. A la par de Estados Unidos, la diferencia con Islandia se encontraba en que el gobierno islandés estaba consciente de que no era capaz de realizar un rescate financiero sobre de los obligacionistas ni de los accionistas. “Las únicas cuestiones eran si el gobierno islandés rescataría a las empresas

islandesas que habían asegurado a los depositantes extranjeros” (Stiglitz, Joseph E. Taurus, 2010). Por otro lado, Reino Unido tomo medidas de fuerza como el congelamiento de los activos islandeses utilizando la legislación antiterrorista, por lo que al llegar Islandia al Fondo Monetario Internacional y los países nórdicos en busca de ayuda, ellos sugirieron que los contribuyentes de Islandia deberían de rescatar acreedores de Holanda e Inglaterra, además de asegurarles una compensación por las cantidades por las que habían sido realizadas sus inversiones y ahorros.

Durante septiembre del 2009 Stiglitz realizo un análisis sobre Islandia, alrededor de un año después del desencadenamiento de la crisis, el malestar en Islandia era evidente. “¿Por qué había que obligar a los contribuyentes de Islandia a pagar la quiebra de un banco privado, sobre todo cuando los reguladores extranjeros no habían hecho bien su trabajo de proteger a sus propios ciudadanos? (Stiglitz, Joseph E. Taurus, 2010). El resultado derivó en una buena observación de los países europeos, la cual fue el “mercado único”, lo que consiste en cualquier banco europeo es capaz de operar en cualquier país, lo que da como resultado una parte fundamental del análisis de Stiglitz; es que el país tiene el deber y la responsabilidad de ejercer, es por ello que si el país de origen omite esta premisa, quien pagaría las consecuencias serían los ciudadanos de otros países.

Desde un punto de vista, rescatar a los bancos cantidades excesivas de dinero para el gobierno, tiene menores implicaciones que el tener que sufrir las consecuencias de la recesión, sin embargo, Islandia no fue el caso. El resultado para Islandia fue el hacerse responsable de lo que había implicado este endeudamiento histórico, poco regulado, el cual algunos han llegado a estimar, fue hasta el 100% del PIB de Islandia, lo que dejó en una recesión financiera inimaginable al país.

Por otro lado, Estados Unidos emprendió con el mercado financiero y siguió al resto del mundo, para otros países en vías de desarrollo, los problemas eran de tal magnitud que acabaron por afectar al sector financiero. El FMI y el Tesoro estadounidense tuvieron responsabilidad en que la crisis se extendiera al resto de los países al haber permitido políticas laxas, especialmente la liberalización del mercado de capitales como lo definió Reinhart y

Rogoff con su método de “asignación de clubes”,¹² aquellos países que se encuentran en el grupo C, es decir, con un alto nivel de deuda, ya no cuentan con acceso al mercado de capitales, es por ello que, para Stiglitz, conforme los países van adquiriendo una mayor deuda, se corre el riesgo no solo de caer en impago, sino de perder la confianza de los prestatarios, lo que limite su acceso a nueva deuda. Esta última premisa de “confianza” representó también un factor fundamental para el estudio de Kindleberger (2005) que derivó en las hipotecas sub-prime en la crisis del 2008.

El autor desarrolla en el segundo capítulo aquellos efectos del colapso económico estadounidense, comenzando con la recesión de 2008, qué tuvo como consecuencia la pérdida de hogares y empleos para los habitantes estadounidenses, posteriormente una crisis que comenzó siendo sólo de Estados Unidos se traduciría un problema global. Esta gran recesión se tradujo como una de las peores crisis económicas después de la gran depresión, que derivó en una réplica vertiginosa y práctica sobre la crisis. Durante septiembre del 2008 fue rescatado Lehman Brothers, sin embargo, este hecho se llevó a cabo con un entorno político inflexible durante la época de elecciones presidenciales. Para el autor, Obama tenía como objetivo resucitar la banca para estimular la economía, sin embargo, no ofreció alguna reforma en el sector financiero que ayudarán a su objetivo. Al tomar el poder Obama, varios funcionarios de la era Clinton y algunos otros del presidente Bush formaron parte de su equipo, llevando consigo la misma línea que el gobierno anterior. A través de la explicación de “incentivos defectuosos”, Stiglitz plantea el porque no se les castigó a aquellas empresas que implementaron practicas que incluían un sistema defectuoso de inadecuada legislación sobre competencia y gobierno empresarial.

En el capítulo denominado “una respuesta fallida” se exponen los principios del programa de estímulos que tenían como objetivo estabilizar la economía, para ello se enfocó en eficiencia y en la efectividad que se debía de tener a largo plazo, para poder dar la cara ante el escenario tan adverso e incierto a corto plazo implantadas por la crisis y la disminución sobre el empleo. La respuesta fueron políticas publicas para aumentar los empleos, no obstante; Obama estaba puesto en duda su rol como su capacidad para enfrentar esta crisis, el autor señala que

¹² Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2012), “Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera”, México, Fondo de cultura económica (pp. 243)

interacción entre la falta de oportunidades en el mundo laboral acompañada del cataclismo inmobiliario, generaba escenarios desfavorables para la población activa, además, el debilitado aumento del ahorro provocó que la ciudadanía y sobre todo las clases con ingresos mas bajos, no vieran un impacto real en su calidad de vida.

Stiglitz analiza en “Fraude de las hipotecas” se hace un análisis sobre el sector hipotecario de Estados Unidos y de cómo se desarrolló la crisis a comienzos del siglo XXI. El problema al que se enfrentaría el mercado hipotecario sería a su resucitación, a pesar las tasas de intereses eran bajas, y las iniciativas progresivas para aumentar la demanda de viviendas, no estaban resultando del todo favorables. Para el autor, el gobierno de Bush y Obama tuvieron una respuesta incompetente dando como resultado uno de los errores más costosos del gobierno democrático, como prueba, la dimensión sobre las garantías y a su vez los rescates financieros, que tendieron a ser cerca del 80% del producto interno de Estados Unidos.

Para el autor, le dogma sobre los mercados, en el que pueden autorregularse, por sí mismos sin tener alguna intervención del gobierno, genero el mayor rescate económico en la historia de un Estado sobre un bien privado, al confundir innovaciones financieras con un aumento de la productividad, se comenzaron a mostrar discrepancias de la realidad, que imposibilitaron el rescate del sector financiero, teniendo como resultado 124 bancos que cayeron en quiebra para 2009.

En el capítulo “La avaricia rompe el saco”, el autor explica como es que el sistema financiero no funcionó, dentro de las principales razones se atribuyen a aquellos banqueros que tenían incentivos sesgados los cuales no compaginaban con el beneficio social, por lo que, al tener diferentes intereses, es relevante la implementación de la modificación en las reformas al sistema económico y financiero, con el objetivo de mejorar los estímulos y a su vez provocaran las buenas administraciones financieras, restringiendo excesiva exaltación al riesgo.

El autor también realiza una crítica bastante cruda sobre la maleabilidad en las normas de la contabilidad y cómo favorecen a innovaciones arriesgadas, es decir a los CDOs, los cuales

son instrumentos financieros, en forma de deuda, la cual se respalda por el sistema financiero, es decir Collateralized Debt Obligation; Los CDO son una herramienta de los bancos para obtener dinero en efectivo de una manera veloz, en la cual convierten sus posesiones y activos a largo plazo.

La crisis hizo que la mayoría de los países no se enfocaran en el principal problema que venía afectándolos de años atrás, la crisis financiera demostró que Estados Unidos no contó con las instituciones eficientes que pudieran ayudar a hacer mas notables los inconvenientes que no eran tan notorios como: La brecha entre la demanda y la oferta mundial, cambio climático, desigualdad, inestabilidad financiera, entre otros.

Para el caso de Estados Unidos, el dinero que se encontraba presupuestado para afrontar dichos problemas, fue disminuido debido a la manera incorrecta en la que el Estado lo manejo; Es por ello que el autor menciona que la solución exige un nuevo modelo capitalista: la sostenibilidad.

Es decir, para poder construir la economía moderna se deberá lograr un equilibrio entre gobierno y mercado, por ello, el autor denomina en un capítulo “Un nuevo orden capitalista”, De acuerdo a Stiglitz surgió una inviabilidad, aunada a una falta de capacidad de las instituciones financieras del mundo, que provocaron una crisis profunda, esta critica es directa al Fondo Monetario internacional y al Banco Mundial.

Es por ello, que la solución deberá tratarse de forma coordinada y a un nivel global, es decir, si la inapropiada gestión de los instrumentos financieros por parte de los agentes económicos produjo la crisis hipotecaria, aunada a una inadecuada regulación, que se enfocaba en los estímulos, la solución debía basarse en reglamentos mundiales como una respuesta para atacar la reinscripción de las crisis, debido a que si una Nación no obtiene una regulación adecuada, las externalidades se verán reflejadas en otros países, en este caso de forma negativa.

Aquella crisis estadounidense tuvo como resultado la disminución en la influencia que podría tener Estados Unidos en otros países, lo que generó una nueva geografía política, dando pie

al levantamiento y consolidación de la Republica Popular China a manera de convertirse en el motor del crecimiento económico del mundo.

Es por ello que el autor incita a que todo el mundo colabore mediante un sistema global de reservas diferente, lo cual es mencionado en el capítulo “la reparación mundial a la prosperidad mundial”, donde el escritor hace una magnánima crítica a hacia los sistemas económicos neoclásicos, Stiglitz menciona los supuestos de esta teoría, es decir:

- Competencia Perfecta
- Agentes Racionales
- Información Perfecta
- Sin desempleo

Se arroja un resultado equivocado. Consecuentemente, con el fin de generar nuevos sistemas económicos, es necesario implementar una confrontación de opiniones y doctrinas académicas que contenga cuatro ejes básicos:

- La teoría económica
- La teoría de política monetaria
- La teoría financiera y la economía de la innovación
- La teoría de la macroeconómica

Se deberá ejercer una sinergia entre la microeconomía y la macroeconomía, respecto a la monetaria, se deberá dejar de centrar la inflación, en el tercer eje, la financiera los mercados deberán ser verdaderamente eficientes y por último en el cuarto eje la innovación se deberá dar congruencia hacia las ventajas de una regulación adecuada.

En el capítulo “Hacia una nueva sociedad” se hace una introspección sobre el análisis de los economistas, si están estableciendo sistemas, en los que busquen crear un sistema que genere bienestar, es por ello que el autor propone que con el propósito de evitar crisis es necesaria la operación combinada y la sincronización entre mercados y gobiernos, así como quitar el velo que permite que los modelos económicos mimeticen a la sociedad.

Stiglitz como crítico del modelo neoliberal, considera que el resultado ha sido un lento crecimiento con mayor inestabilidad y una gran recesión, donde las únicas personas beneficiadas son aquellas que representan el 1% de la población y la expectativa de vida en Estados Unidos se ha visto afectada. Es relevante señalar que, para Stiglitz, el PIB de un país no es un indicador para medir la riqueza de un país, es necesario algo más complejo, como ejemplo esta la crisis del 2007 en Estados Unidos, el PIB era el reflejo de un crecimiento, sin embargo, no era sostenible por lo que se concluye que este indicador no dice como se distribuyen las ganancias del crecimiento.

En el último capítulo se advierte acerca de la congruencia y la oportunidad que se tiene para recuperar el equilibrio entre el mercado y el estado, por lo que Stiglitz sugiere estudiar los orígenes de las crisis, para poder tener claro porque los sistemas financieros han colapsado y como es que las externalidades fungen un papel importante. Es por ello que no resulta extraño pensar que las crisis europeas no son más que una consecuencia a nivel mundial de la crisis subprime.

Como ejemplo de un posible contagio de una crisis, Stiglitz relata la crisis de 1997-1998 en Tailandia y como es que derivó a países ajenos de Asia, América Latina y Rusia. Previo a su inicio, en 1996 la región asiática contaba con un bajo nivel de desempleo y una inflación controlada, lo que se interpretó como un buen síntoma de crecimiento económico. Este boom económico y época de bonanza hizo que la región tuviera mayor entrada de dinero y un crecimiento exponencial de bienes raíces, sin embargo, con la inversión de Estados Unidos en la región asiática, se desencadenó un cambio cuando este subió las tasas de interés, provocando un alza en el dólar en relación a las divisas asiáticas que tenían un tipo de cambio fijo, esto derivó en la pérdida de competitividad de la moneda de aquellos países, a su vez, China había realizado una devaluación del yuan de 30%, lo que se vio reflejado en la desaceleración del crecimiento de las exportaciones complicando la rentabilidad de diversos proyectos y un déficit fiscal que llevó a un incremento de la deuda exterior, la cual pasó a ser de un 160% en relación a su PIB. Se desencadenó la crisis el 2 de julio de 1997, iniciando con Tailandia, quien fue advertida por el FMI de una posible crisis cambiaria. Tailandia, en

1993 creó un centro financiero internacional, para lograrlo, el gobierno suavizó las regulaciones en el mercado de capitales, introdujeron incentivos fiscales, crearon una industria financiera y se especializaron en préstamos de divisas, todo esto hizo crecer un problema. Por otra parte, el deterioro de las carteras crediticias se incrementó cuando el dinero entrante a estos países se invirtió en proyectos que no generarían rentabilidad, generando una gran morosidad.

El proceder laxo del sistema en Tailandia, hizo que los préstamos fueran refinanciados una y otra vez a pesar del riesgo de incumplimiento de pago. Finalmente, Tailandia se quedó sin dinero suficiente para responder a sus acreedores internacionales, sus reservas habían sido utilizadas en un intento de sanear sus finanzas, sin embargo, el 2 de julio anunciaron el fin de la paridad fija de su moneda, el bath, en relación con otras divisas como el dólar, causando una enorme salida de capitales, lo que solo agravó más la crisis ya que los bancos captaban en dólares y prestaban en moneda local, lo que ahora se traduciría en una deuda en dólares impagable. Cuando los países asiáticos obtuvieron apoyo del FMI el suministrar financiamiento era un problema fundamental a resolver, la crisis de liquidez ocasionada por aquella fuga de capitales. Una vez estallada la crisis, los países de Asia resultaron endeblados, se consideró que, si eso había pasado en Tailandia también podía suceder en algún otro país asiático, por lo que los acreedores comenzaron a retirar sus fondos de la región y la crisis se propagó.

Sin embargo, los efectos del contagio de una crisis puede que no se visualice tan rápido y tarde algunos años en manifestarse, como ejemplo Stiglitz habla de la crisis que se desencadenó en Argentina, quien sufrió los estragos de la crisis de 1995 en México, por la crisis asiática en 1997 y finalmente la brasileña en 1998 cuya economía estaba enfocada a la exportación, los principales problemas se vieron reflejados con un déficit fiscal, deuda interna y finalmente una alta inflación, para 1986 se introdujo una nueva moneda establecida con la finalidad de reducir la inflación. El Gobierno de Brasil anunció en 1998 un recorte presupuestario de medio billón, o el equivalente al 0,5% del Producto Interior Bruto (PIB) brasileño para enfrentar los efectos de la actual crisis financiera, este recorte traería consigo afectaciones especialmente a las actividades ministeriales y a las inversiones en proyectos públicos.

Continuando con la crisis argentina, su colapso se desencadenó en el 2001. Para Argentina, “al igual que Estados Unidos su crecimiento se basa en la acumulación de deuda que alimentaba unos niveles de consumo insostenibles. Al final, en diciembre 2001, las deudas se hicieron abrumadoras, y la economía se derrumbó”.¹³ La crisis argentina suscitada en diciembre 2001 bajo el mandato de Fernando de la Rúa quien continuó con una política de ajustes lo que generó un descontento en la población. Su deuda pública era de 200 mil millones de dólares con unos intereses altos, lo que provocó fuga masiva de empresas y capitales, el desempleo subió al 18% y a la clase media se le confiscaron sus ahorros mientras la mitad del país era pobre. El 20 de diciembre Fernando de la Rúa renunció, dejando una crisis institucional grave. Posteriormente se colocó como presidente a Eduardo Duhalde quien inició la mega devaluación que empobreció a la población. Argentina ha sido aclamada como un gran éxito en América Latina, un triunfo del fundamentalismo de mercado. "Su figura de altura se ha visto bien a lo largo de los años. Pero al igual que Estados Unidos, su crecimiento está impulsado por la acumulación de deuda, alimentado por la acumulación. Nivel de consumo desequilibrado Finalmente, en diciembre de 2001, la deuda se inundó y la economía se derrumbó.

El problema de la crisis estadounidense no se desencadenó por tener un stock de ahorros, el problema fue que no se le dio el uso correcto, donde las necesidades eran latentes. El dinero se utilizó para la construcción de casas más allá de la capacidad del gasto real de las personas de Estados Unidos, la financiación de guerras, entre otros.

Para Stiglitz, es necesario reescribir las reglas de la economía de mercado, a través del incentivo de la competitividad y la ruptura de los monopolios, establecer nuevas reglas de administración corporativa y el redefinimiento de la globalización, todo esto con el fin de evitar una mayor desigualdad. Los mercados juegan un papel importante, sin embargo, Stiglitz considera que el neoliberalismo ha llevado a la crisis financiera estadounidense y al aumento de la desigualdad, por lo que se busca un modelo de regulación con gobiernos involucrados que provean de educación e investigación, entre otras cosas que no puede cubrir el sector privado.

¹³ Chrystia Freeland, (2009), “*First Do No Harm*” Prescription Issued for Wall Street” Financial Times (p. 4).

También, en algunos de sus escritos, Joseph Stiglitz ha señalado que el mercado sufre defectos en su entorno, los cuáles son perpetuamente asimétricos, por lo que, partiendo de una perspectiva distinta a la teoría clásica; es decir, el equilibrio natural, explica la razón por la cual surge el desempleo y la circunstancia en la que los agentes económicos que requieren créditos suelen obtener una menor cantidad. Joseph Stiglitz observó la política macroeconómica de varios países encaminadas a mejorar el bienestar de la población, sin embargo, su realidad se limitó a una notable variación entre países ricos y pobres.

Partiendo de esta premisa, Stiglitz comenzó a complementar su ideología con ataques al modelo neoliberal, que como se ha mencionado, implica el rechazo a la idea en la cual el Estado funge como detonante del progreso económico nacional, para ello, el autor presta su atención a los errores cometidos durante el desempeño del cargo de vicepresidente del Banco Mundial por organismos económicos supranacionales, en especial el (FMI) Fondo Monetario Internacional, a la par de otro órgano fundamental como lo es el Banco Mundial. Stiglitz sostiene que, en un entorno globalizado, donde todas las economías interactúan constantemente, es necesario apoyar a los países no desarrollados para que puedan generar un crecimiento económico, sin embargo, para llevarlo a cabo es necesario respetar los ritmos y requerimientos de algunas economías.

Por lo tanto, el propósito de la creación del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial fue ayudar a que los países en vías de desarrollo, evitaran en última instancia, las crisis estructurales provocadas por el alto desempleo, tal como sucedió con la crisis financiera que se produjo durante la Gran Depresión de 1930. Según la teoría Keynesiana, el mercado carece de mecanismos de auto equilibrio que llevan al pleno empleo, es por ello que su volatilidad no se debe permitir, siendo necesario tomar decisiones en la medida de lo posible que eviten que el mercado se salga de control. Keynes señaló que la acción colectiva es fundamental porque las acciones de un país tienen consecuencias en otras naciones, provocando efectos indirectos de una economía a otra. Como ejemplo, las importaciones de un país representan las exportaciones de otro y en condiciones de equilibrio económico perfecto el resultado de esta transacción es cero, lo que significa que cualquier disminución

de las importaciones de un país perjudica la economía de otro. Por otro lado, según Keynes, una forma de lidiar con este resultado es reducir las presiones impositivas, aumentar el gasto público y, por lo tanto, aumentar la demanda agregada. Los gobiernos pueden y deben endeudarse para mantener la tasa de empleo del país en un nivel aceptable.

Según Keynes, el FMI y los políticos reunidos en Bretton Woods podrían mejorar la situación. Esto puede ejercer presión sobre las naciones que busquen manejarse bajo pleno empleo, comenzando por contribuir a que los países que están lidiando con una recesión adopten una política que se extienda más allá de lo que han elegido. Sin embargo, algunos países no han podido autofinanciar el gasto público ni apoyar las reducciones de impuestos. Por otro lado, para Stiglitz el Fondo Monetario Internacional deriva su ideología del fundamentalismo del mercado, remontándose a la idea de Adam Smith y su mano invisible, donde el Estado no funciona, sin embargo, el mercado si funciona bien.

Para que un Mercado cuente con una regulación natural, no debe estar enfocado únicamente en el mercado de mercancías, se debería focalizar en el mercado de dinero. Esto significa que los mercados financieros son el eje primordial de la política económica promovida a través del Fondo Monetario Internacional, donde la economía financiera domina la esfera real. Después de la caída del Muro de Berlín, el Fondo Monetario Internacional se hizo cargo de los asuntos macroeconómicos en países con:

- A) Déficit presupuestario
- B) Política monetaria
- C) Inflación
- D) Déficit comercial
- E) Deuda externa

Mientras que el Banco Mundial aborda cuestiones estructurales como la asignación equitativa del gasto público, el mercado laboral, el desempeño de las instituciones financieras estatales o la política comercial.

Para Stiglitz, el problema con ambas instituciones surgió del papel imperial del Fondo Monetario Internacional, cuyos líderes sintieron que no había necesidad de discutir con los

líderes del Banco Mundial sobre los problemas de la política del Banco Mundial que mejor se adapta a la situación.

La globalización ha contribuido a un mayor desequilibrio entre los países en vías de desarrollo y los que forman parte del primer mundo, también ha sido acusada de contribuir al hecho de que los países ricos pueden obligar a los países menos desarrollados a eliminar las barreras comerciales en lugar de eliminarlas, políticas económicas que las naciones industrializadas no estarían dispuestas a adoptar y naciones ricas que mantienen barreras arancelarias sobre bienes de países en desarrollo. Sin embargo, uno de los beneficios de la globalización es que reduce el aislamiento de una gran cantidad de países, lo que permite que muchos se desarrollen más rápido que en otras épocas.

El Fondo Monetario Internacional adoptó una política que llevó al mundo al borde del colapso global, en referencia a la crisis de Asia Oriental. Stiglitz también detalla los casos de China, Corea, Tailandia, Malasia e Indonesia para demostrar que abrir sus economías al capital extranjero fue un gran error de la FMI por su preocupación de mejorar el sistema bancario de la empresa. El autor es muy consciente de los peligros de la liberalización del mercado de capitales y del hecho de que los flujos de capital a corto plazo crean externalidades que conducen a mayores costos para quienes no están directamente involucrados en la transacción.

Para Stiglitz es necesario incentivar las reformas sobre quiebras y moratorias, además de destinar una menor cantidad de recursos económicos a los rescates. Además, el autor, sugiere mejorar la regulación bancaria y mejorar la gestión del riesgo de las fluctuaciones monetarias y es alta como es que para un crecimiento mundial más armonizado es necesario gestionar los riesgos inherentes al cambio económico para que los países más débiles en recesión no sean los más afectados por los riesgos.

Stiglitz plantea una réplica ante las crisis. Para ayudar a las naciones que estén pasando por una recesión, se requiere un conocimiento profundo sobre los contextos políticos, sociales y en última instancia, un retorno sobre los fundamentos económicos.

5.5 Crisis de Balanza de Pagos: Hume y Krugman

A lo largo del tiempo, se han establecido diversos modelos económicos que explican el surgimiento de las crisis en la balanza de pago, surgiendo de ahí la “primera, segunda y tercera generación de modelos” en los que encabeza la lista Paul Krugman, quien dio inicio a la primera generación a través de su paper “A Model of Balance of Payments Crisis” publicado en 1979, adaptando el modelo de Salant y Henderson en 1978. Estos últimos, plantearon un modelo en el que el precio de un bien no renovable es fijado, posteriormente para que no se eleve el precio las autoridades lo venden, provocando que las reservas se agoten. Sin embargo, antes de un agotamiento total, los agentes privados obtienen un beneficio comprando el recurso restante al precio fijo, el cual es menor que el precio que alcanzará tras el agotamiento de las reservas, es decir, una crisis en la balanza de pagos puede derivar de un ataque especulativo que adelanta el agotamiento de las reservas.

Las crisis de balanza de pagos se tornaron recurrentes durante la vigencia del sistema monetario internacional con base en el patrón oro estándar, dentro de los ejemplos esta la crisis en México 1994, también conocida como efecto Tequila, que derivó de la falta de reservas en México, teniendo como consecuencia la devaluación del peso, aumento de desempleo, quiebre de empresas, etc.

Desde 1976 México permanecía en constantes crisis debido al modelo de sustitución de importaciones, el cual tenía como objetivo fortalecer el mercado interno para ser lo más autosuficiente posible, es decir, que todos los recursos económicos, en lugar de venderlos para que alguien más los transforme en productos, que todos se extraigan y se transforme en el país de origen para consumir y exportar. Para que esto suceda, el gobierno tuvo que dar subsidios a diferentes sectores económicos, al mismo tiempo, comenzó a poner aranceles e impuestos altos a los productos de fuera, para incentivar la compra de la producción interna. México tuvo una economía con déficit en el pasado gracias al dinero de los inversionistas extranjeros, pero por el temor provocado por la inestabilidad que los acontecimientos de ese año propiciaron, muchos inversionistas nacionales y extranjeros retiraron su dinero del país a finales de 1994 para invertirlo en otros países.

Cuando un país gasta más de lo que produce tiene que devaluar su moneda, o sea, hacer que cueste menos en relación con otras monedas, el Gobierno Mexicano se resistió y prefirió obtener dinero subiendo los precios, a lo que se conoce como inflación. En diciembre de 1994, la situación era casi imposible, por lo que el 20 de diciembre el Gobierno Mexicano decidió devaluar el peso 15 %. Así, como el dólar ya costaba más caro para los mexicanos, muchos productos de origen estadounidense subieron de precio, además de acrecentar más nuestra deuda con otros países, ya que la mayoría de las negociaciones estaban pactadas en dólares.

Esa crisis dejó ver que las soluciones políticas y económicas del país de los años anteriores eran muy frágiles. Como consecuencia, durante 1995 la economía se contrajo 6.2 %, se perdió 20% del poder de compra de la gente, los precios de los productos y los servicios se dispararon provocando un mayor empobrecimiento de la población y todo subió de precio: el agua, la luz, los impuestos y los alimentos.

El sistema bancario mexicano también sufrió una gran crisis, por lo que el gobierno tuvo que intervenir permitiendo un aumento en las tasas de interés, como consecuencia, aquellas personas que tenían préstamos bancarios, se vieron severamente afectadas, pues su deuda tuvo un aumento exorbitante. Además, hubo un serio recorte al gasto público: se redujo el porcentaje destinado a los programas de asistencia social, que son para ayudar a la población más pobre del país.

Esta puede definirse como una situación donde la confianza en la paridad fija establecida ha desaparecido, llevando a una huida de reservas del banco central. Si bajo esta circunstancia los niveles y las oportunidades de endeudamiento externo del banco central llegan a un límite entonces la autoridad monetaria debe endurecer su política monetaria para restablecer la confianza. Si esto no diese resultados, sólo queda por devaluar el tipo de cambio ó dejarlo flotar libremente.

Derivado de este último modelo, Hume hace un supuesto en el que se destruyen cuatro quintas partes del dinero de Gran Bretaña y después se quintuplica esa cantidad, por consiguiente, una subida de precios en Gran Bretaña, como en los demás países los precios se mantienen constantes y la gente decide comprar donde el precio es más bajo, se deterioran

los términos del intercambio, esto se traduce en un signo negativo en la balanza comercial, expulsando el oro recién creado.

Hume resalta que un gobierno no debe esforzarse por acumular dinero, éste, pese al intento de mantenerlo en una gran cantidad, fluirá hacia otros lugares hasta llegar a un punto de equilibrio. Es aquí que el autor Krugman tiene un planteamiento similar, tanto Hume como Krugman parte de la idea de que los individuos son racionales, maximizadores y que del dinero funge su papel como flujo entre países la cual no puede ser intervenida a largo plazo por una autoridad central. Krugman parte de un supuesto en el que todos los individuos pueden ahorrar solamente en su moneda de origen o en divisas extranjeras y donde la inflación internacional es cero, además el gobierno de ese país decide permanecer con un tipo de cambio fijo, intercambiando reservas con la población local.

La idea principal es que, a medida que haya una mínima expectativa de inflación o depreciación respecto al resto del mundo, la población preferir a acumular divisas extranjeras debido a que estas no perderán valor en el tiempo. La crisis se desencadenará cuando se generalice la idea de que la paridad no podrá mantenerse, produciendo que los agentes intenten apoderarse masivamente de las reservas. Posteriormente, seguirá un periodo en el que El Banco Central restablezca sus activos.

Los modelos de primera generación tienden a considerar que la creación excesiva de crédito interno tendría su origen en un déficit presupuestario excesivo, por lo que con anterioridad al ataque especulativo, se deberían observar unas políticas monetaria y fiscal expansivas, lo que promueve la creación de crédito interno por encima del crecimiento de la demanda de dinero, lo que llevaría a un ataque especulativo contra la divisa, obligando a abandonar el tipo de cambio fijo y adoptando un tipo de cambio flexible.

Para Krugman, la actualización información es inmediata y el costo de transacción es nulo, para Hume la asume sólo en el largo plazo y que el arbitraje no es instantáneo.

Pese a las similitudes, la principal diferencia deriva del origen de la inflación. Para Krugman lo esencial es la confianza que el público tiene hacia el gobierno, *“si el mercado no espera un colapso inmediato del régimen de tipos de interés fijos, entonces la tasa de depreciación esperada es cero, y como hay reservas positivas, el tipo fijo es viable. En cambio, si el*

mercado espera que el régimen cambiario se derrumbe con la consiguiente depreciación a una tasa entonces la demanda de dinero cae inmediatamente en más de las reservas disponibles” (Krugman), por lo que éstas se agotan en un súbito ataque especulativo mientras que Hume sostiene que la pérdida del valor de la moneda en la prohibición de transportar oro afuera del país. Esto genera una acumulación excesiva que procede la inflación y en consecuencia deteriora los términos del intercambio.

Weinberg y Galenson (2005) desarrollan un índice que determina la naturaleza del ciclo de vida creativo de distintos innovadores, clasificándolos en experimentales y conceptuales. El experimental realiza su investigación inductivamente y a través de la acumulación de datos empíricos para posteriormente desarrollar teorías, mientras que los innovadores conceptuales trabajan deductivamente, derivando su conocimiento de trabajos o investigaciones que ya existen.

Hume es un autor experimental, se basa principalmente en la revolución de precios del siglo XVI con la introducción de la plata americana, a través de un argumento general, en el que el razonamiento abstracto utiliza para guiar al experiencia en diversos descubrimientos que sólo se pueden llevar a cabo a través del experiencia, el autor muestra hechos empíricos que sostienen sus fundamentos e ideas, además de proponer situaciones ficticias o supuestos para poder explicar y demostrar sus argumentos.

Por otro lado, Krugman quién utiliza el método deductivo se basa en el modelo de Salant y Henderson mostrando qué para llegar a demostraciones matemáticas y una conclusión, es necesario partir del supuesto y de la lógica de diversos modelos o autores que hayan tenido un conocimiento previo.

Parte II: Observaciones al modelo de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff

6. Capítulo 6 Observaciones

6.1 Introducción

En el año 2013 surgió una réplica a la metodología de los datos del documento de Reinhart-Rogoff sobre el umbral del 90% de deuda/PIB lo cual suscitó un vibrante debate entre los economistas sobre el impacto de la investigación plagada de errores en las políticas de austeridad en todo el mundo. La controversia pone de relieve la importancia de los datos abiertos de los conjuntos de datos económicos.

Las crisis económicas no tienen la misma extensión, el ejemplo está en aquel planteamiento que hace Carmen Reinhart en donde toma como referencia aquellas crisis que se dieron dentro de una economía avanzada, tal es el caso de EE.UU. que creció un 9% posterior a la Primera Guerra Mundial, sin embargo, la crisis del 2008-2009 derivó en las afectaciones de esta economía avanzada provocada por el estallido de la burbuja financiera del mercado inmobiliario. Por otra parte, las economías emergentes en 1980, se vieron inmersas en la gran crisis de deuda denominada “La década perdida en América Latina” cuyo efecto para los países emergentes fue menor.

Si bien 2008 fue un periodo de crisis para EU, Europa y Japón, momento en el cuál estos países entraron en recesión, China mostraba un crecimiento de más del 10%, esto tuvo un gran impulso para emerger. Gran parte de este crecimiento externo fue derivado de la situación económica de otros países, es decir, representó una externalidad positiva.

Una vez que se detona una crisis bancaria, esta tiene la posibilidad de convertirse en crisis fiscal. Para el caso mexicano, como país en vías de desarrollo, no sufre las mismas

externalidades negativas como los demás países emergentes, esto es gracias a que su economía se ha unido en los últimos años al ciclo de Estados Unidos a través de la integración comercial, por otro lado, Brasil ha tenido un flujo de capital relevante a la par de la preocupación por la formación de burbujas financieras.

La secuencia de crecimiento comienza con la capacidad de crear créditos en grandes cantidades, que pueden generar un ciclo relevante en la economía, convertirse en un ciclo de auge, donde no solo crédito desempeña un alto crecimiento, sino que también aumenta la bolsa y el precio de las propiedades. Para el caso mexicano, la creación de crédito rápido de sobrevaluación y el endeudamiento son parte de sus características antes de la crisis de 1994 y principios de 1995.

Parte de las debilidades a las que se enfrenta el otorgamiento del crédito es la incertidumbre en la determinación de si es bueno o no, es decir, no hay manera de discriminar su otorgamiento al 100%, esto deriva en excesos que generalmente terminan en crisis bancarias, este ciclo fue el aumento en el subprime de los Estados Unidos, donde se vio inmerso un período de crédito fácil donde los mercados de bienes raíces aumentaron más entre 2001-2006 que en los últimos 130 años, fue un periodo de alto crecimiento, sin embargo, este dependía de la deuda.

Carmen Reinhart y Rogoff se enfocan en:

1. Los episodios de grandes aumentos en deuda terminan mal, con crisis bancarias y / o fiscales.
2. Aún si no terminan tan mal, es decir en una crisis, los niveles altos de deuda tienen implicancias adversas para crecimiento, por ende, la ruta para buscar el crecimiento en un mayor endeudamiento domestico

6.2 Observaciones al modelo de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff

La profesora de la Escuela Kennedy de Harvard Carmen Reinhart y el profesor de la Universidad de Harvard Kenneth Rogoff argumentaron en su documento NBER 2010 que el crecimiento económico se desacelera cuando la relación deuda/PIB supera el umbral del 90 por ciento del PIB. Estos resultados también se publicaron en una de las revistas de economía

más prestigiosas - la American Economic Review (AER) - y tuvieron una poderosa resonancia en un período de grave agitación económica y de políticas públicas cuando los gobiernos de todo el mundo redujeron drásticamente el gasto con el fin de disminuir el déficit público y estimular el crecimiento económico.

Sin embargo, se demostró que estaban equivocados. Thomas Herndon, Michael Ash y Robert Pollin de la Universidad de Massachusetts (UMass) trataron de replicar los resultados de Reinhart y Rogoff y los criticaron por tres razones:

- A) Errores de codificación: debido a un error de la hoja de cálculo, cinco países fueron excluidos completamente de la muestra, lo que dio lugar a un error significativo del crecimiento medio del PIB real y de la relación entre la deuda y el PIB en varias categorías
- B) Exclusión selectiva de los datos disponibles y lagunas de datos: Reinhart y Rogoff excluyen a Australia (1946-1950), Nueva Zelanda (1946-1949) y Canadá (1946-1950). Esta exclusión es la única responsable de una reducción significativa del crecimiento estimado del PIB real en la categoría más alta de deuda pública/PIB
- C) Ponderación no convencional de las estadísticas resumidas: los autores no discuten su decisión de ponderar por igual por país y no por año-país, lo que podría ser arbitrario e ignora la cuestión de la correlación en serie.

Las consecuencias de estos resultados son que los países con altos niveles de deuda pública sólo experimentan tasas medias de crecimiento del PIB "moderadamente reducidas" y, como muestran los autores de UMass, existe una amplia gama de resultados de crecimiento del PIB en cada nivel de la deuda pública entre las veinte economías avanzadas en el estudio de Reinhart y Rogoff. Aunque la tendencia negativa sigue siendo visible en los resultados de los investigadores de UMass, los datos encajan muy mal en la tendencia: "la baja deuda y el escaso crecimiento, y la alta deuda y el fuerte crecimiento, son ambos resultados razonablemente comunes".

Lo que hace que sea una noticia aún más convincente es que todo es un cuento del estado de

Massachusetts: distinguidos profesores de Harvard (Universidad N° 1 en los EE.UU.) desafiados por empiristas de la menos conocida UMAss (Universidad N° 97 en los EE.UU.). Entonces, a pesar de la excelente política de disponibilidad de datos del AER -que actúa como modelo para otras revistas de economía- el AER no logró hacerla cumplir y poner los datos y el código de Reinhart y Rogoff a disposición de otros investigadores.

Se producen errores de codificación, pero el mayor problema de la investigación fue no permitir que otros investigadores revisaran y reprodujeran los resultados al poner los datos a disposición del público. Si los datos y el código estuvieran disponibles en el momento de su publicación ya en 2010, tal vez no se hubieran necesitado tres años para demostrar que esos resultados eran erróneos, resultados que pueden haber influido en la orientación de la política pública en todo el mundo hacia medidas de austeridad más estrictas. Por lo tanto, el contar con bases de datos abiertas, significa la posibilidad de un mayor análisis, permitiendo el escrutinio de los resultados de investigaciones previas, con el propósito de generar un conocimiento científico que permita la validación de los métodos de investigación a través mayor indagación y debate.

A partir de 2007-2008, las crisis bancarias, que no solo comienzan en la EE. UU. Si no también en Europa, posterior al auge que se dio en Irlanda, Reino Unido y en España. Para el caso mexicano, durante el periodo de 1994 – 1995 se desencadena una crisis bancaria que a la par se encuentra en una crisis cambiaria.

Para Carmen Reinhart, la crisis bancaria de EU ya tuvo la profundidad de su crisis, ahora la etapa es de crisis bancaria a crisis fiscal, una crisis soberana que ocurre por qué:

1. Durante las crisis bancarias las recesiones que ocurren son severas en magnitud y;
2. duración que tiene un colapso de ingresos, déficit fiscal sale fuera de control, aumenta la deuda, el gobierno empieza a tomar deuda que antes de eso era deuda privada, se convierte en deuda pública. (Reinhart, 2011)

El mayor problema al que se enfrentan las crisis fiscales es a la insolvencia del gobierno, en casos menos extremos, se enfrentan con la inflación o la opresión financiera derivada de la

necesidad de mantener bajos costos de deuda y como parte de las regulaciones, establecen bajas tasas de interés.

Carmen Reinhart muestra la evolución de las tasas de interés desde 1945 para ver si su comportamiento deriva en un proceso de opresión financiera o no.

Los países que fueron golpeados por la crisis en 2008-2009, son un claro ejemplo de las grandes diferencias de endeudamiento entre los países avanzados y emergentes; los países avanzados en promedio, tenían deuda externa, pública y privada de aproximadamente el 200% del PIB, mientras que los emergentes tenían deudas mucho menores.

Para el caso mexicano, uno de los factores que le ayudó a lidiar con toda la crisis mundial es el nivel de endeudamiento relativamente bajo en términos históricos, sin embargo, esto no aplica para EE. UU., pues su desendeudamiento comenzó después de la Gran Depresión, la cual se prolongó a lo largo de 15 años, parte del desendeudamiento también incluye el desendeudamiento privado después de la Segunda Guerra Mundial.

Parte de el proceso de transición de una crisis bancaria a una crisis fiscal es la insolvencia y el default público y privado. Después de la Segunda Guerra Mundial, todas las quiebras fueron en las economías emergentes, el fracaso de México en agosto de 1982 por mencionar alguna, también fueron países avanzados, Graphlinia mostró la deuda pública del gobierno central de 70 países, donde aproximadamente el 95% del PIB global muestra la participación de los países en quiebra. Como posible solución esta la restructuración, pues los países que tienen deudas altas tienen problemas de crecimiento.

No todos los países que actualmente tienen deudas terminarán en quiebra, pero si todos los países tienen altas deudas tienen problemas de crecimiento, y esto se aplica a Japón, EE. UU., Francia, etc. Siendo este un problema de los países avanzados

Parte III: Conclusiones

Capítulo 7 Conclusiones

7.1 Conclusión y Reflexión

La regulación financiera representa el principal mecanismo para prevenir crisis financieras, un claro ejemplo de ello fue la crisis inmobiliaria del 2008 en la cual, la desregulación en los estándares respecto la obtención de créditos hipotecarios para la población, aunado a la corrupción en la evaluación de paquetes de deuda en el mercado financiero, desencadenó una de la crisis más importante de la historia.

Es fundamental el tener organismos totalmente autónomos que permitan las restricciones necesarias a los mercados financieros para evitar un mal manejo, asegurándose de realizar un estudio previo al aspirante a un préstamo crediticio en el que se le sea asignada una calificación aprobatoria, que asegure el cumplimiento de pago, representando un mínimo riesgo, por el contrario existe el riesgo de que una excesiva regulación impida el desarrollo de un sistema financiero en el cual los individuos puedan obtener beneficios, con el paso de los años los mercados financieros se han diversificado de una forma muy notoria, lejos ha quedado la época en la que el principal elemento de las bolsas de valores eran las acciones, actualmente existen una gran cantidad de valores desde futuros, derivados, divisas, entre otros. Además que resulta evidente, que el individuo común cada vez esta mas involucrado con los instrumentos financieros, inclusive sin saberlo, por ejemplo en años anteriores cuando se solicitaba un préstamo únicamente existían dos agentes económicos, el acreedor y el deudor, hoy por hoy este esquema ha cambiado, el acreedor que en este caso en el banco, comercializa con la deuda del deudor al convierte en un activo negociable en las bolsas de valores y se comercializa, a su vez los bancos buscan coberturas de seguros para protegerse en caso de que el deudor sea incapaz de solventar sus obligaciones financieras.

Por lo tanto, es fundamental que los Estados establezcan las condiciones adecuadas para la regulación, de esta forma poder resguardar a su sociedad y generar un bienestar general.

La globalización aparentemente ha traído al mundo crisis económicas profundas y virales, debido a la interconexión que existe, se aprecia un mundo inter conectado que genera una gran cantidad de beneficios como la tecnología hasta la manufactura, no obstante, no solamente las externalidades positivas suelen propagarse con rápidas, esta misma situación ha generado que las crisis económicas se esparzan como una enfermedad respiratoria, dejando expuestas a las naciones con menor capacidad de respuesta y con económicas más endebles, de igual forma ha derivado en la percepción de que las crisis y burbujas son propias del modelo económico liberal, si bien, es parcialmente cierto debido a su estrecha relación con la globalización no se puede responsabilizar del todo a este modelo económico, tras analizar de una forma mas detenida la globalización no es el responsable totalmente de la propagación de las crisis económicas, en realidad los sistemas financieros han crecido de forma exponencial, tan solo se estima que de 1994 al 2013 la bolsa mexicana de valores creció en un 300%, este fenómeno sucede en todo el mundo, lo que a su vez implica que el sistema financiero esta mas relacionado al crecimiento del país, de igual forma existen países que cada año se convergen con su bolsa de valores, en esta caso se tomara el ejemplo de Hong Kong que se estima que, su bolsa de valores es equivalente a 11 veces el producto interno bruto según cifras del 2014, cada año los sistemas financiero se diversifican mas y mas, agregando instrumentos financieros que hacen participes a los ciudadanos comunes con los mercados financieros incluso sin saberlo.

Las crisis económicas mundiales tienden a surgir en países primermundistas, es notorio en la actualidad que los países como Estados Unidos tienen economías interconectadas con el mundo, el peso y dimensión que tienen es tan grande en el mundo que ante una externalidad o una falla en sus mecanismos económicas y financieros, repercute en todo el mundo, afectando a casi todos los países que forman parte de la globalización, no obstante si un país en vías de desarrollo tiene una crisis económica es complicado que esta se propague debido a que tiene una función en el entorno mundial no dominante.

Se debe de estudiar de una manera profunda el razonamiento de los agentes económicos en los mercados financieros, en la mayoría de las burbujas a lo largo de la historia el pensamiento de los agentes económicos ha resultado catastróficos, tienden a ignorar indicadores económicos y de activos en particular que podrían desencadenar una crisis,

únicamente centrándose en el beneficio económico, dejando a un lado el riesgo implícito que existe en las transacciones de activos financieros.

8 Fuentes de Información

Alatorre Sánchez José Antonio, (2008), *Estimación de un modelo de estructura temporal de tasa de interés para la deuda mexicana mediante el método de Cortázar Schwartz*, ITAM, México.

Amieva, J., & Uriza, B. (2000, 1 enero). Crisis Bancarias: causas, costos, duración, efectos y opciones de política. CEPAL.
https://www.cepal.org/sites/default/files/publication/files/7512/S00135_es.pdf

Banco Interamericano de Desarrollo, 1999, *Gestión de riesgos financiero, un enfoque práctico para países latinoamericanos*.

Bond Financing and Debt Stability: Theoretical Issues and Empirical Analysis for India-Vivek Moorthy, Bhupal Singh, Sarat Chandra Dhal, Depart of Economic Analysis and Policy RBI, 2000.

Camberos Castro, Mario, & Bracamontes Nevárez, Joaquín. (2015). Las crisis económicas y sus efectos en el mercado de trabajo, en la desigualdad y en la pobreza de México. *Contaduría y administración*, 60(Supl. 2), 219-249. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.05.003>

Cardoso Sánchez Roberto, (2001), *Modelos estocásticos de la tasa de interés, una aplicación empírica al caso mexicano*, ITAM, México.

Charles P. Kindleberger y Robert Z. Aliber Ariel (2012). “Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras.”

Cruz, Moritz, & Lapa, Javier. (2012). Crisis y recuperación económica: el papel de la política fiscal. *Problemas del desarrollo*, 43(168), 95-116. Recuperado en 06 de mayo de 2021, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362012000100005&lng=es&tlng=es.

Cruz, Moritz. (2006). ¿Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento mexicano?. *Economía UNAM*, 3(8), 115-124. Recuperado en 26 de junio de 2021, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1665-952X2006000200007&lng=es&tlng=es.

Cuevas Ahumada, Víctor Manuel. (2011). México y Canadá ante la crisis financiera estadounidense: un estudio comparativo. *Economía UNAM*, 8(24), 51-77. Recuperado en 01 de junio de 2020, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1665-952X2011000300003&lng=es&tlng=es.

Dabat, A. (2009, 1 junio). La crisis financiera en Estados Unidos y sus consecuencias internacionales. Scielo.
http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362009000200003

DALIO, R. A. Y. (2021, 22 febrero). Are We In a Stock Market Bubble? LinkedIn. https://www.linkedin.com/pulse/we-stock-market-bubble-ray-dalio?trk=portfolio_article-card_title

Dormann Guerra Carlos Alberto, (1996), *El papel de la solvencia crediticia internacional y las expectativas cambiarias en la determinación de las tasas de interés en México, 1990-1995*, ITAM, México.

Duarte, Patricia. (2012). Banca pública, crisis financiera y desarrollo. Problemas del desarrollo, 43(170), 210-212. Recuperado en 03 de febrero de 2021, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362012000300013&lng=es&tlng=es.

Elmundo.es. (2013, 17 abril). ¿Se sustenta la austeridad en un fallo de Excel? El mundo. <https://www.elmundo.es/elmundo/2013/04/17/economia/1366215776.html>

Girón, Alicia (2002), Crisis financiera. Textos Breves de Economía, México, Miguel Ángel Poitúa-Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM

Girón, Alicia, & Chapoy, Alma. (2009). Financiarización y titulización: un momento Minsky. Economía UNAM, 6(16), 44-56. Recuperado en 10 de octubre de 2019, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1665-952X2009000100003&lng=es&tlng=es.

Gutiérrez Juárez Priscila Grissel, (2009), *Uso de métodos numéricos y simulación para una estimación Bayeciana de un pronóstico de la tasa de interés del mercado mexicano de deuda: El método de Cortázar Schwartz*, ITAM, México.

Gutiérrez Ramírez, Dulce María, Gaggero Sager, Luis Manuel, Marín Hernández, Salvador, & Muñoz Black, Celso Joaquín. (2019). Modelo propuesto para la identificación y predicción de bancos en dificultades, según el contexto del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Contaduría y administración, 64(4), e120. Epub 12 de mayo de 2020. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1770>

Hernández Ponce, Manuel Alejandro. (2015). México frente a la crisis económica y la amenaza de la Segunda Guerra Mundial: la controversia racial y de ciudadanía (1930-1942). Revista de El Colegio de San Luis, 5(10), 10-37. Recuperado en 05 de junio de 2021, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1665-899X2015000200010&lng=es&tlng=es.

Hernández Ponce, Manuel Alejandro. (2015). México frente a la crisis económica y la amenaza de la Segunda Guerra Mundial: la controversia racial y de ciudadanía (1930-1942). Revista de El Colegio de San Luis, 5(10), 10-37. Recuperado en 16 de agosto de 2020, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1665-899X2015000200010&lng=es&tlng=es.

Herndon, Thomas; Michael Ash & Robert Pollin (2013) *"Does High Public Debt*

Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff"; Political Economy Research Institute - PERI, University of Massachusetts Amherst.

Huerta Moreno, María Guadalupe. (2005). El neoliberalismo y la conformación del Estado subsidiario. *Política y cultura*, (24), 121-150. Recuperado en 2 de julio de 2020, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0188-77422005000200006&lng=es&tlng=es.

Laeven and Valencia 2012 Systemic Banking Crises Database: An Update. FMI

Leveque Ozuna Eduardo, (2016), *El impacto en México de un aumento en la tasa de interés de Estados Unidos*, ITAM, México.

Lobejon, F. (2011, 1 enero). ¿QUÉ FUE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EFICIENTES? LA ECONOMÍA, LOS ECONOMISTAS Y EL ORIGEN DE LA CRISIS*. *Revista Economía Crítica*.
http://www.revistaeconomicacritica.org/sites/default/files/revistas/n11/REC11_3_Luis_Fernando_Lobejon.pdf

Mejía García, Lorena, & Rodríguez Nava, Abigail. (2013). Estrategias de política monetaria en respuesta a la crisis global. *Argumentos* (México, D.F.), 26(71), 213-217. Recuperado en 07 de junio de 2020, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0187-57952013000100011&lng=es&tlng=es.

Models of Public Debt Sustainability Assessment and their Utility-Irina Bilan A.I. CUZA University of Iasi Blvd Carol No 22.

Moreno-Brid, Juan Carlos, & Paunovic, Igor. (2009). Crisis financiera internacional y sus efectos en la economía mexicana. *Economía: teoría y práctica*, (spe1), 63-80. Recuperado en 06 mayo de 2021, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0188-33802009000300004&lng=es&tlng=es.

Reinhart Carmen M t, Kenneth S. Rogoff (2012), *“Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera”*, México, Fondo de cultura económica.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2010. "Growth in a Time of Debt." *American Economic Review*, 100 (2)

Rojas-Suarez, Liliana. (2013). La crisis financiera internacional. Ocho lecciones de y para América Latina. *El trimestre económico*, 80(317), 5-39. Recuperado en 04 de febrero de 2021, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2448-718X2013000100005&lng=es&tlng=es.

Sandro Pozzi (28 de abril de 2013). «El estudiante que salvó al mundo de la austeridad». El País. Consultado el 2 de marzo del 2019

Solorza Luna Marcia Luz, Nueva banca en México; incorporación de sectores populares al financiamiento, *Economía informa*, núm. 355 ▪ noviembre-diciembre ▪ 2008.

Stiglitz, J. E., and A. Weiss. 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information.

American Economic Review, 713: 392–400.

Stiglitz, Joseph E. Taurus, Caída libre: el libre mercado y el hundimiento de la economía mundial. 2010.

Stiglitz, Joseph E. Taurus, Globalization and its Discontents, 2002.

The “Burden of Debt” and the National Income –Evsey Domar, published in American Economic Review vol 34,1944.

Valdés, Arturo Lorenzo, & Massa Roldán, Ricardo. (2013). Measuring Dependence in Financial Crisis: A Copula Approach for Mexico and Brazil. *Economía mexicana. Nueva época*, 22(2), 341-355. Recuperado en 06 de junio de 2021, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1665-20452013000200004&lng=es&tlng=.

Wolfson, M. (2002, 2 junio). Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context. *Journal of economic issues*. <https://web.archive.org/web/20090520200010/http://diglib.lib.utk.edu/utj/jei/36/jei-36-2-16.pdf>