



Universidad de Valladolid
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado
Grado en Economía

**Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera:
Comentario y análisis**

Presentado por:

Juan Manuel Del Val Rondón

Tutelado por:

Javier Moreno Lázaro

Valladolid, 23 de junio de 2017

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar, desde la perspectiva de la obra de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff “Esta vez fue distinto: ocho siglos de necedad financiera”, como el excesivo nivel de deuda de los países da lugar a episodios de crisis a lo largo de la historia.

Las conclusiones que obtienen los autores es que episodios de impago, inflación y crisis bancarias se han dado en el pasado repitiéndose siempre los mismos patrones.

Por ultimo proponen que si las autoridades no están alerta caeremos en los mismos errores del pasado, como nos demostró la crisis de las hipotecas basura en 2007.

Palabras clave: Deuda pública, impago, inflación y crisis.

Clasificación JEL: N00, N10, E62.

ABSTRACT

The objective of this text is to analyze, from the perspective of the work of Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff “This time was different: eight centuries of folly financial”, how the excessive level of debt of countries have caused episodes of crisis throughout history.

The conclusions that the authors obtained are many episodes of default, inflation and banking crises have been occurred always repeating the same patterns.

Finally they proposed that if the authorities are not aware we will fall into the same mistakes of the past, as it showed us the sub-prime crisis waste mortgage in 2007.

Key words: public debt, default, inflation, and crisis.

Classification JEL: N00, N10, E62.

Contenido

1. INTRODUCCIÓN.....	2
2. CONOCIMIENTOS PRELIMINARES SOBRE LA FRAGILIDAD FINANCIERA Y LA VOLÁTIL NATURALEZA DE LA CONFIANZA.....	3
3. MANUAL OPERATIVO SOBRE CRISIS FINANCIERAS.....	4
3.1 Intolerancia a la deuda.....	6
4. CRISIS DE DEUDA EXTERNA SOBERANA.....	8
4.1 Fundamentos teóricos de las crisis de deuda.....	8
4.2 Ciclos de impago soberano de deuda externa.....	9
4.3 Impago externo a lo largo de la historia.....	10
5. LA HISTORIA OLVIDADA DE LA DEUDA INTERNA Y SU IMPAGO.....	11
5.1 Deuda interna y su impago.....	11
5.2 Deuda interna e inflación.....	12
5.3 Comparación entre el impago interno y externo.....	13
6. CRISIS BANCARIAS, INFLACIÓN Y DERRUMBES MONETARIOS.....	14
6.1 Crisis bancarias.....	14
6.2 Degradación monetaria.....	17
6.3 Inflación y crisis monetarias.....	18
6.4 Derrumbes monetarios.....	19
7. LA CRISIS HIPOTECARIA DE ALTO RIESGO ESTADOUNIDENSE Y LA SEGUNDA GRAN CONTRACCIÓN.....	20
7.1 Crisis hipotecaria estadounidense: comparación internacional e histórica.....	21
7.2 Las secuelas de una crisis financiera.....	22
7.3 Efectos de contagio de la crisis hipotecaria y relación de episodios a lo largo de la historia.....	23
8. CONCLUSIONES FINALES DE LOS AUTORES.....	25
9. CONCLUSIONES ACERCA DEL LIBRO.....	26
10. BIBLIOGRAFÍA.....	28
ANEXO: CONJUNTO DE GRAFICOS ILUSTRATIVOS DEL ESTUDIO DE LA OBRA.....	29
Cuadro VI.5. Total acumulativo de impago y reprogramación: África y Asia desde el año de independencia y hasta 2008. (pp. 124).....	29
Cuadro V.I.6. Total acumulativo de impago y reprogramación: Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Oceanía desde el año de independencia y hasta 2008. (pp.125).....	30
Grafica I.X.5. ¿A quién se expropia, a los residentes o a extranjeros? La probabilidad de impago interno y externo (1800-2006)(p.159).....	31

Grafica X.6. Crecimiento del ingreso real del gobierno central y crisis bancarias: todos los países (1800-1944)(p.192)	31
Grafica X.7. Crecimiento del ingreso real del gobierno central y crisis bancarias: todos los países (1945-2007). (p.193)	32
Grafica XIII.1 Porcentaje de países en medio de una crisis bancaria en 1900-2008 ponderados en función de su proporción de ingreso mundial(p.228)	32
Cuadro XVII.1. Indicadores de alerta temprana para crisis bancarias y monetarias: un resumen.(p.302)	33

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es mostrar, desde la perspectiva de la obra de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, como ha sido la evolución histórica en materia de crisis económica que ha vivido el mundo a lo largo de los siglos.

Pese a las diferencias geográficas y temporales de los países, existe un denominador común en las crisis que han sufrido: el elevado nivel de acumulación de deuda.

Esta práctica tiene consecuencias importantes en las estructuras financieras de los países, dado que si un país impulsa su economía a través de una inyección de capital puede caer en el error de pensar que su modelo económico está dando resultados positivos, cuando en realidad lo que ocurrirá es que aumente el nivel de precios y acciones inasumible a largo plazo. La situación aparenta ser idílica, pero el desenlace será fatal, tal y como muestra los acontecimientos históricos.

La excesiva acumulación de deuda dará lugar a una crisis de confianza en la economía, que posteriormente se resolverá, mediante una reestructuración de deuda o un repudio, en el caso de que se trate de acumulación de deuda externa, o un impago o aumento de la inflación por parte de los gobiernos, si por el contrario se trata de acumulación de deuda interna.

La finalidad de este trabajo es mostrar, sustentándonos en el estudio recogido en la obra *Esta vez fue distinto: ocho siglos de necedad financiera*, como la situación sobre la acumulación de deuda siempre ha acabado de manera trágica para las economías, pese al pensamiento de la época, que afirma que los dirigentes no se equivocaron porque aprendieron de los errores del pasado.

Por otro lado intentaremos explicar las diferentes crisis financieras que aborda el libro: impago soberano, ya sea interno o externo, crisis bancarias, crisis de tipo de cambio o las crisis inflacionarias, estrechamente ligadas a los impagos por ser utilizadas por los deudores a la hora de realizar impagos.

2. CONOCIMIENTOS PRELIMINARES SOBRE LA FRAGILIDAD FINANCIERA Y LA VOLÁTIL NATURALEZA DE LA CONFIANZA.

Tal y como hemos comentado en la introducción, el trabajo se basa en el estudio de una serie de acontecimientos que muestran la larga historia de crisis financieras que han ocurrido en la historia en todos los continentes y en multitud de países.

Los mercados financieros son instituciones frágiles y muy dependientes del nivel de confianza tanto del mercado en si como de los inversores.

Desde el asentamiento de la figura de los bancos comerciales en nuestra sociedad, su actividad empresarial se ha basado en la confianza. Uno de los métodos de creación de dinero de estas entidades se basa en la captación de depósitos de los clientes. De la cuantía de estos, parte se mantendrá como reserva para garantizar los depósitos (coeficiente de caja), y la otra parte la utilizaran para prestar a otros individuos.

Este procedimiento se sustenta en la confianza; los individuos que depositan sus ahorros en el banco, confían en que podrán disponer de ello cuando lo necesiten. Pero ¿y si los individuos empiezan a desconfiar de la situación del banco? querrán retirar todo su dinero, algo que no siempre será posible, puesto que los bancos habrán destinado parte del montante en préstamos a largo plazo. Es así como una crisis de confianza da lugar a una crisis bancaria.

Además de los bancos, la crisis de confianza puede afectar a otros prestamistas o incluso a los gobiernos. La financiación procedente de fuentes externas puede verse comprometida por la confianza de estas si se pone en entredicho la elevación de la deuda, el crecimiento del país y la base tributaria, dando lugar a una negativa por parte de los acreedores a refinanciar la deuda a corto plazo.

La idea de los autores del libro es que la existencia de una entidad de orden superior capaz de tener un seguro de depósitos para respaldar a los prestamistas sería una medida perfecta para prevenir las crisis de confianza, pero esto tendría como consecuencia una quiebra de esa entidad a largo plazo.

En relación a las crisis de confianza, la doctrina económica afirma que el superávit fiscal, bajos niveles de deuda pública y a largo plazo son síntomas de una economía inmune a las crisis de confianza, pero no nos dice cuál es el desencadenante de una crisis de esa tipología.

En último lugar, el estudio de los autores se centra en la relación entre una crisis financiera y la situación de pánico de la economía real, explicada, como

veremos más adelante, por la dependencia de la economía de la actividad del sector bancario como intermediario para prestar financiación a los demás actores de la economía.

Todo este estudio está estructurado en ocho capítulos en los que los autores abordaran las diferentes crisis económicas y las repercusiones en los diferentes países a lo largo de los años.

3. MANUAL OPERATIVO SOBRE CRISIS FINANCIERAS.

La idea principal de los autores en este apartado es dar una definición exacta una crisis económica. Para ello se sustentará en diferentes umbrales cuantitativos, como pueden ser la inflación, los derrumbes monetarios y degradaciones monetarias. Este capítulo servirá de presentación de los criterios de estudio de las distintas crisis financieras y la clasificación de estas según su naturaleza.

En primer lugar encontramos las crisis inflacionarias. La singularidad de este tipo de crisis es la utilización de la inflación como medio de impago utilizado. Como umbral representativo, los autores han utilizado una tasa anual de inflación del 20% para los distintos periodos históricos.

En segundo lugar encontramos los derrumbes monetarios, entendidos como depreciaciones anuales superiores al 15%. Para fecharlos, los autores han utilizado el tratamiento utilizado por Jeffrey Frankel y Andrew Rose (1996), quienes fijaron el umbral de 25% anual.

Por último, aparecen las degradaciones monetarias como umbral para medir el impacto de las crisis. Por degradaciones monetarias entendemos tanto las degradaciones ocasionadas por reducción del contenido metálico de las monedas, como a reemplazos de monedas en un territorio a consecuencia del alto nivel de depreciación.

El cuadro 1.1, obtenido del libro, nos ofrece una visión esquemática de lo recogido anteriormente.

CUADRO I.1. *Cómo definir una crisis: resumen de umbrales cuantitativos*

<i>Tipo de crisis</i>	<i>Umbral</i>	<i>Periodo</i>	<i>Máximo (porcentual)</i>
Inflación	Una tasa de inflación anual de 20% o más. Se revisa por separado la incidencia de casos más extremos en los que la inflación excede 40% anual.	1500-1790	173.1
		1800-1913	159.6
		1914-2008	9.63E+26*
Derrumbe monetario	Una depreciación anual de 15% o más frente al dólar estadounidense (o la divisa de anclaje correspondiente, desde una perspectiva histórica la libra esterlina, el franco francés, el marco alemán y, actualmente, el euro).	1800-1913	275.7
		1914-2008	3.37E+9
Degradación monetaria I	Una reducción de 5% o más en el contenido metálico de las monedas en circulación.	1258-1799	.568
		1800-1913	.550
Degradación monetaria II	Una reforma monetaria por la que una nueva moneda reemplaza a la anterior debido a su alto nivel de depreciación.	El episodio más radical es la reciente conversión en Zimbabwe a una tasa de 10000 millones a uno.	

* En algunos casos los índices de inflación son tan grandes (como en Hungría durante 1946) que nos vemos obligados a usar notación científica. Entonces, E+26 significa que deben agregarse ceros y mover el punto decimal 26 lugares a la derecha en la entrada 9.63.

Fuente: Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff (2011): Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera.

Por otra parte, los autores diseccionan el concepto de crisis según su temática.

La dificultad de las crisis bancarias es identificar los factores que la hacen reseñable y la delimitación exacta en el tiempo. En este caso, los autores diferencian una crisis bancaria sistémica, caracterizada por pánicos bancarios y cierre o absorción de entidades financieras, de un estrés financiero, de naturaleza más moderada que la anterior, donde los pánicos bancarios no son tan corrientes.

En segundo lugar encontramos las crisis de deuda externa o impago soberano, que no es más que el incumplimiento del pago de una deuda por un gobierno con sus acreedores extranjeros, ya sea por el montante principal como los intereses. Las reprogramaciones de deuda son el principal escollo a la hora de encasillarla en un periodo de tiempo concreto.

De la misma naturaleza que las anteriores son las crisis de deuda interna, con la salvedad de que en este caso, la deuda pública pertenece al país, emitiéndose en moneda nacional y poniéndose en manos de los ciudadanos a través de productos financieros como son las letras y bonos del tesoro. Tal y como recoge la obra, la crisis de deuda interna puede dar lugar a congelamiento de depósitos y conversiones en moneda extranjera.

A continuación, los autores introducen dos conceptos clave de aquí en adelante para entender el estudio: *el impago serial* y el *síndrome de “esta vez es distinto”*. El primer concepto hace referencia a un incumplimiento sostenido en el tiempo en el pago de deuda pública, tanto interna como externa, ya sea considerada como repudio o se trate de una reprogramación.

El segundo concepto hace referencia a la creencia a lo largo de la historia de los principales gobiernos, que pese a las experiencias vividas y las consecuencias fatales que provocan las crisis, estos piensan que sus consecuencias no les volverán a afectar, nada más lejos de la realidad, dado que la historia nos muestra que se cae continuamente en el mismo error.

3.1 Intolerancia a la deuda.

Los autores definen la intolerancia a la deuda como la “enorme presión que muchos mercados emergentes experimentan al alcanzar niveles de deuda externa que desde la perspectiva de los países desarrollados parecería sencillo manejar, y que supone la pérdida de confianza en el mercado, un alza en espiral de la tasa de interés sobre la deuda externa y resistencia a saldar deudas contraídas con acreedores extranjeros” (pg. 48).

Según los autores, normalmente esta intolerancia a la deuda se produce en países emergentes con un nivel de deuda por debajo del 60% sobre el PIB, que contrasta con la situación de las potencias económicas, que manejan alrededor de un 90% de deuda y que se muestran más firmes.

Comparativamente hablando, afirman que los porcentajes de impagos se concentran en países cuyos niveles de deuda con respecto del PIB están en torno al 60%. En torno a esta reflexión, los autores introducen como variable significativa el historial de impago de los países, de las que extraen varias conclusiones.

CUADRO II.2. *Deuda externa al momento del impago: distribución de frecuencia (1970-2008)*

<i>Rango del coeficiente deuda externa/PNB al término del primer año del impago o la reestructuración (porcentual)</i>	<i>Porcentaje del total de impagos o reestructuraciones en los países de ingresos medios</i>
<40	19.4
41-60	32.3
61-80	16.1
81-100	16.1
>100	16.1

NOTA: La clasificación de los niveles de ingreso corresponde a la del Banco Mundial (varios años), *Global Development Finance*. Estos porcentajes están basados en los casos para los que se cuenta con información sobre el coeficiente deuda/PNB. En el cálculo hemos excluido todos los casos marcados como "no disponible" en el cuadro II.1.

FUENTE: Cuadro II.1 y las estimaciones de los autores.

Fuente: Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff (2011): Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera.

En primer lugar observan que los países con historial de morosidad se endeudan y son más intolerantes a la deuda que los no morosos. Los países más endeudados son los que demandan más volumen de créditos.

La segunda conclusión a la que llegan los autores es que, en países emergentes y sin historial de morosidad, el umbral de deuda en el que se incrementan los problemas crediticios se encuentra en el 35%, que es visiblemente menor al de países históricamente morosos, superiores al 40-45%.

Con todos estos datos, los autores sostienen que en el momento en que un país cae en el impago serial, sufre intolerancia a la deuda, afirmando que países con estructuras económicas débiles están condenados a esta situación si no existe un agente político externo, como pueda ser el FMI.

Las reflexiones finales en este apartado que hacen los autores es que la intolerancia a la deuda de los países es debido a errores institucionales, pues condicionan el crecimiento de los países emergentes al basar los flujos de capital recibidos en la situación económica del momento, aumentando su cuantía en épocas de bonanza y viceversa. Ellos apuestan por una iniciativa institucional que reduzca la dependencia de la deuda para el crecimiento económico y sustituirla por otros flujos de capital, con el fin de no caer en los errores del pasado.

4. CRISIS DE DEUDA EXTERNA SOBERANA

En este capítulo, los autores se centran en explicar los conceptos clave a cerca de la deuda soberana, y la naturaleza de los impagos que esta puede acarrear.

La primera idea que se puede extraer es que los impagos soberanos no se realizan como solución final, si no que los gobiernos siguen teniendo recursos pero deciden que un impago es la mejor solución para salir de una crisis antes que hipotecar su crecimiento a favor a realizar el pago. En esta línea, la principal pregunta es qué garantiza a los acreedores que los prestatarios no vayan a realizar un impago, concebido como la no voluntad a pagar.

4.1 Fundamentos teóricos de las crisis de deuda

Los autores hacen referencia a la teoría de Jonathan Eaton y Mark Gersovitz (1981), sustentada en la reticencia de los gobiernos a realizar un impago como una consecuencia de reputación de cara al panorama internacional y a acontecimientos futuros resulta una explicación algo pobre en un mercado crediticio como el actual, puesto que provocaría que los mercados fueran aún más frágiles debido a la falta de confianza.

Por otro lado, Bulow y Rogoff (1989) sostienen, tal y como recoge el libro, que la principal certeza de los acreedores con respecto a sus préstamos residía en los recursos legales que los acreedores poseían en el extranjero, de tal manera que en caso de impago, los acreedores intentarían embargar los activos que tuvieran en otros países, con las consecuencias que esto tendría para los deudores, ya sea directa o indirectamente, pues en operaciones crediticias posteriores, se cuestionaría la disposición a pagar de los deudores por parte de las demás naciones, sin mencionar las consecuencias en materia de relaciones comerciales que provocaría, erosionándolas completamente.

La realidad según los autores es que la situación es bastante más compleja que la que sustentan las teorías anteriores, pero sin embargo reconocen que el impago tiene consecuencias en las relaciones económicas entre países, además de poner freno a la inversión extranjera directa.

Relacionado con la deuda, la obra cree conveniente señalar la diferencia que existe entre iliquidez e insolvencia. Tal y como recoge el libro, “existe una crisis de liquidez cuando un país con voluntad y capacidad para pagar sus deudas en el largo plazo se ve temporalmente incapacitado para refinanciarlas” (pg. 87), donde la intervención de un organismo independiente como puede ser el FMI puede ayudar a saldar esta situación.

Por otro lado, en una situación de insolvencia, los autores resaltan el matiz de la disposición a pagar por parte del país como fundamental para entender su naturaleza, un tanto dudosa, puesto que en determinados casos no es posible conocer si el país no puede o no quiere hacer frente a su deuda.

Por último, antes de centrarnos verdaderamente en la historia de los impagos de deuda externa, el libro recoge dos conceptos más; la deuda odiosa y la deuda pública interna.

Por deuda odiosa, la idea que extraemos del libro es que se trata de la no obligatoriedad de un gobierno a pagar una deuda heredada por la gestión corrupta del país en el pasado. Más que un concepto propiamente dicho se trataría, tal y como recoge el libro, de una “debate ético y filosófico” (pg.90) acerca de lo que se puede considerar como deuda odiosa y lo que no.

El concepto de deuda pública interna que recoge el libro hace referencia a la “deuda pública interna denominada en moneda nacional que se rige conforme a la legislación del país emisor y está en manos de residentes nacionales” (pg.91), y que sirve como instrumento de financiación para el país. Pero esta cuestión del impago interno será analizada más adelante.

4.2 Ciclos de impago soberano de deuda externa

En lo referente a la historia de los impagos de deuda externa, los autores destacan varios periodos en los que los impagos se sucedieron de manera notable, y que coinciden con acontecimientos históricos relevantes:

- Guerras napoleónicas (1803-1815).
- Revoluciones liberales (1820-1850).
- Imperialismo y colonialismo (1870-1890).
- Gran Depresión y Segunda Guerra Mundial (1930-1950).
- Crisis de deuda latinoamericana relacionada con los países emergentes (1980-1990).

Analizando esta serie de impagos, afirman la fuerte correlación que tiene las crisis bancarias con los impagos y la facilidad con la que esas crisis bancarias se pueden transmitir de unos países a otros, dando como explicación las siguientes causas:

- Contracción de la economía mundial como consecuencia de las crisis bancarias en países desarrollados.
- Bajada de los precios de las materias primas con la reducción en las ganancias de las exportaciones que conlleva.

- Congelación de los flujos de capital a países emergentes como consecuencia de la coyuntura económica.
- Desconfianza de los inversores a realizar inversiones en otros países debido a las experiencias en los países de origen de las crisis.

La obra también resalta como los episodios de impago de la historia dan lugar o están muy relacionados con periodos de inflación, puesto que como hemos recogido anteriormente, la inflación es una forma más de impago que utilizan los gobiernos.

4.3 Impago externo a lo largo de la historia

Analizando la historia de los impagos en el mundo vemos que estos se han dado prácticamente en todos los continentes. En el panorama europeo, España se sitúa a la cabeza de esta clasificación con 13 impagos o reprogramaciones, seguido de Francia y Alemania, con 8, y Portugal con 6.

En el caso de Francia, la situación es llamativa. Es cierto que ha incurrido en impagos en numerosas ocasiones, pero todas ellas datan de años anteriores a 1800, lo que muestra que la economía de este país se ha vuelto más estable, lo que el libro define como “graduarse del impago serial” (pg. 114), en comparación con otros países con menos episodios de impago, como Grecia, pero que han vivido en el impago sistemático desde su independencia en el siglo XIX.

La situación de Latinoamérica en relación a los impagos data principalmente de sus fechas de independencia y de la crisis de deuda latinoamericana. En torno al año 1820, los mandatarios de las colonias necesitaban financiación para sus procesos de independencia, y su riqueza en oro y plata se convertía en la obsesión de los países europeos para realizar sus inversiones.

En concreto, Venezuela se sitúa a la cabeza de la clasificación con 10 impagos, seguida de países como Chile y Brasil con 9. Llama la atención como Argentina, un país cuyos casos de impago de deuda son de sobra conocidos, pero sin embargo en número no son de los más altos de Latinoamérica.

Con respecto a Asia y África, Indonesia y Nigeria son los países que registran el mayor número de episodios de impago, con 4 y 5 respectivamente.

Países como Venezuela y Nigeria, con un volumen de recursos petrolíferos tan alto, son en sus respectivos continentes los países con más amplio historial de impagos.

Todos estos datos se pueden ver en los cuadros VI.5 y VI.6 del libro recogidos en el anexo adjunto, en los cuales, los investigadores recogen la proporción de años desde su independencia que han estado en situación de impago y el número total de impagos a lo largo de su historia.

5. LA HISTORIA OLVIDADA DE LA DEUDA INTERNA Y SU IMPAGO.

La finalidad de este capítulo es explicar la evolución económica mundial a través de la deuda interna.

Históricamente, a la hora de estudiar la deuda interna de los países, las investigaciones se han topado con un conjunto de datos no del todo claros. El acceso por parte de los analistas a datos de los respectivos países no ha sido todo lo claro que se podía esperar, posiblemente debido a las consecuencias que tendrían de cara a obtener financiación interna si estas estadísticas reflejan una mala situación económica.

Por otro lado, los autores buscan en este capítulo poner a prueba la teoría económica extendida acerca de la poca influencia de los impagos de deuda interna a lo largo de la historia.

Por último, los autores pretenden esclarecer cuáles son las causas que llevan a los gobiernos a realizar un impago interno de facto rechazando en algunas ocasiones la hiperinflación o el impuesto inflacionario, medidas mucho menos controvertidas en un principio, pero con consecuencias negativas como veremos a continuación.

5.1 Deuda interna y su impago

La historia de los impagos de deuda interna a lo largo de la historia ha pasado desapercibida por los economistas, otorgándole cierta preponderancia a la deuda externa como acontecimiento estrella de los impagos.

Sin embargo, tal y como recoge el libro, “la deuda interna representa una porción considerable de la deuda total de los países, oscilando entre un 40 y un 80% la proporción de deuda interna con respecto a la deuda total solo entre los 1990 y 2007” (pg. 129). Indagando en la historia, los autores han podido comprobar que los impagos de deuda pública no suponen un acontecimiento aislado, ya sea tanto por decisiones de impago de la deuda como por declaraciones en bancarrota o suspensiones de pagos.

En el otro extremo encontramos a países con niveles de deuda interna menores, que apuestan por favorecer la inflación, mediante la emisión de dinero, o un proceso de represión financiera para reducir ese déficit.

Este proceso fue una práctica muy utilizada en el año 2007, donde los países con un elevado nivel de deuda se ayudan de una gran represión financiera, ya sea fijando tipos reducidos de interés a los depósitos, y un aumento de los requisitos para mantener reservas bancarias, lo que hacía que el producto más atractivo para depositar el dinero fuera la deuda interna, ayudando a la financiación del país.

Por otro lado los autores señalan acontecimientos caóticos de impagos de deuda interna en moneda extranjera, como fueron los tesobonos en México, ligados al dólar y que, debido al aumento de la especulación dieron lugar a una situación al borde del impago solucionada por la intervención de Estados Unidos, o el caso de Argentina y sus bonos internos en libras esterlinas, que acabaron siendo dolarizadas por las consecuencias de la inflación.

5.2 Deuda interna e inflación

Una vez analizado que la deuda interna y sus impagos si han sido relevantes en la historia económica, los autores se centran en saber porqué los gobiernos deciden pagar o realizar un pago de facto de la deuda interna en vez de utilizar la inflación a su favor.

Dentro de este debate nos encontramos con dos posturas diferenciadas. En un lado están los economistas que piensan que la deuda interna se financiara de acuerdo con la equivalencia ricardiana, que debe su nombre a David Ricardo, en la cual argumenta que “el gobierno tiene la posibilidad de financiar su gasto mediante los impuestos a los contribuyentes o mediante la emisión de deuda pública. En el caso de emitir deuda, esta tarde o temprano se financiara con impuestos más elevados.” Por otro lado encontramos a los defensores del impago o restructuración como una solución aceptable en casos extraordinarios

Es cierto que el impago de deuda interna tiene consecuencias a corto plazo como puede ser la merma del crecimiento económico del país, la dificultad de acceder a los mercados de deuda para financiarse, la restricción del acceso al crédito y la reducción de las exportaciones a grandes rasgos.

Sin embargo la idea de ayudarse de la inflación tiene consecuencias negativas, como son el aumento del coste de la vida, penalización de los comportamientos de ahorro e inversión. Financiar la deuda con un impuesto inflacionario, o hiperinflación, como sostenía Philip Cagan (1956) en su obra “La dinámica monetaria de la hiperinflación”, caracterizado por un aumento de la cantidad en

dinero en circulación por parte del gobierno, provoca un aumento en el nivel de precios, pérdida de confianza en el dinero y una disminución del poder adquisitivo.

5.3 Comparación entre el impago interno y externo

Continuando con el análisis de la deuda interna, y comparándola con los niveles de deuda externa, los autores observan como la proporción de deuda externa con respecto a la deuda total es inferior a la mitad, poniendo en evidencia la gran importancia que se le ha dado a lo largo de la historia a la deuda externa. Si la deuda interna no fuera tan relevante, no se observarían niveles altos de la proporción de deuda interna con respecto a la deuda total en la antesala de un impago. Tal y como recoge el libro, la China de la época precomunista sería un gran ejemplo para esta situación, puesto que en la antesala de dos de sus grandes impagos en 1921 y 1939 y el acceso a crédito exterior fue decreciendo, su economía se hizo dependiente de la deuda interna para su financiación.

Las conclusiones que nos ofrecen los investigadores en este capítulo son que, desmintiendo la teoría de los economistas de que los episodios de impago de deuda interna y el peso de esta en la economía nacional son más relevantes de lo que cabía esperar. En ciernes de un impago interno la producción nacional se resiente, al igual que la inflación, que se resiente mucho más ante un impago de deuda interna que otro de deuda externa.

Por todas estas razones, los autores piensan que la tendencia analítica a lo largo de la historia de centrarse en el estudio de la deuda externa y dejar de lado los casos de deuda interna como sucesos aislados y de menos importancia es un error. Los datos recogidos en el grafico IX.5 de la página 159, también recogido en el anexo, muestran que las posibilidades de impago externo frente a las de impago interno únicamente eran superiores en años anteriores a la Segunda Guerra Mundial, punto de inflexión donde las posibilidades de ambos impagos se equiparan. La deuda interna ha pasado desapercibida a los ojos de los analistas, que se centraron en la deuda externa en el caso de los países emergentes, puesto que se creía que nadie en su sano juicio sería capaz de adquirir deuda pública ante semejante desconfianza.

6. CRISIS BANCARIAS, INFLACIÓN Y DERRUMBES MONETARIOS.

En capítulos anteriores veíamos como grandes potencias Europeas, como son Francia y España por poner un ejemplo han logrado convertirse en países fiables, dejando atrás episodios de impagos de deuda. Sin embargo, en relación a las crisis económicas la situación es diferente.

En este capítulo los autores intentan demostrar que las crisis bancarias afectan a todos los países, ya sean emergentes o grandes potencias, queriendo echar por tierra la idea del “esta vez es distinto” en relación al pensamiento de las grandes economías de que las crisis bancarias únicamente son vestigios del pasado.

Para ello los autores se basan en una muestra representativa de 66 países y las distintas crisis bancarias que han sufrido a partir del año 1800. El objetivo de los autores es analizar las crisis bancarias, su clasificación y sus consecuencias en diferentes variables económicas. Además explica dos formas de impago utilizadas a lo largo de la historia como son las degradaciones monetarias, típicas de la época de las monedas metálicas, y las crisis inflacionarias.

Como conclusiones principales extraídas antes de abordar el capítulo obtenemos:

- El ciclo de precios del sector inmobiliario tanto en mercados emergentes como en países ricos es una variable con muy correlacionada con las crisis bancarias.
- Los ingresos procedentes de los impuestos en un contexto de crisis bancarias disminuyen considerablemente.
- Ligado al punto anterior, la disminución de los ingresos públicos añadido a determinados ajustes en política fiscal y la elevada prima de riesgo provocan el aumento del déficit público en esta época de crisis bancaria.
- No centrarse únicamente en las consecuencias del rescate bancario como único problema ante estas crisis.

6.1 Crisis bancarias

Como ya hemos explicado anteriormente, los autores diferencian las crisis bancarias en dos tipos, tal y como recoge el cuadro 1.2 de la página 39.

En un primer lugar tendríamos una crisis bancaria de naturaleza más moderada, o como definen los autores, “estrés financiero”, para dar paso a una

modalidad más grave o “sistémica”, cuya principal diferencia entre ellas es la existencia de pánico bancario.

El estrés financiero es un tipo de crisis bancaria que se da con mayor probabilidad en países de África, aunque pueden darse en países más asentados económicamente, como fue el caso de Argentina en el año 2001. El libro las define como una manera de impago interno utilizada por los gobierno.

La represión financiera promovida desde el gobierno provoca que los ahorradores no tengan más remedio que depositar sus ahorros en el banco al no existir ninguna alternativa, como puede ser una reducción en los tipos de interés sobre los bonos hasta tasas negativas, otorgando rentabilidad negativa a los ahorradores.

La segunda parte de esa represión recae en los bancos, puesto que desde el gobierno se le imponen restricciones, centrándose en el encaje bancario, lo que provoca que estos tengan que prestar el dinero al gobierno para así financiar su deuda. Cuando la inyección de dinero no es suficiente para reducir la deuda, el gobierno realiza un impago, lo que repercute en el sistema bancario, que tiene que limitar la disposición de dinero al público, lo que se denomina comúnmente como corralito, situación en la cual, los bancos restringen los retiros de dinero por parte de los ciudadanos con la intención de no caer en un pánico bancario que empeore la situación financiera. Esta situación se dio en Argentina en el año 2001, como respuesta a la regresión económica que sufrió el país en 1998, época en la que su déficit fiscal era de 7350 millones de pesos.

En segundo lugar nos encontraríamos con una crisis bancaria de naturaleza sistémica, más proclive a darse en países emergentes y avanzados. La línea que separa el estrés financiero de la crisis sistémica es el pánico bancario.

Ante la imposibilidad de frenar la oleada de retiros por parte de los individuos, se llega a la situación de pánico bancario. En relación a esta situación, se da una “corrida bancaria” cuando los individuos recelan de la situación del banco para garantizar sus ahorros y comienzan a realizar retiros masivos. Si los bancos no tienen suficientes recursos líquidos para hacer frente a los retiros, tiene que tomar medidas, como puede ser la de empezar a liquidar activos. La situación se agrava cuando a los bancos, superados por la situación les toca desprenderse de esos activos masivamente y de mala manera por unos valores muy por debajo de su valor real, lo que provoca que se acerquen a la quiebra. En este sentido, el libro recoge el acontecimiento que surgió en Estados Unidos con las hipotecas supprime en 2007, en la que los bancos poseían activos hipotecarios de alto riesgo y se viera comprometida su disponibilidad de liquidez, lo que provoco que multitud de entidades bancarias quebraran.

Esta situación se extiende hasta provocar problemas en la economía global, de ahí que se trate de una crisis sistémica, sirviendo de hilo conductor hacia una situación peor.

Como recoge el libro, Mark Gertler y Ben Bernanke en su obra "The Quarterly Journal of Economics" de 1995, una disminución de la riqueza provoca que los flujos de capital externos dejen de estar disponibles debido a una mala situación bancaria, lo que provoca que las empresas sean reacias a invertir, puesto que deben recurrir al financiamiento interno. Ese acceso a financiación externa, como recoge el libro basándose en los estudios de los mismos autores en 1995 condicionaría más a los pequeños y medianos deudores.

Como conclusiones finales dentro de las crisis bancarias, extraemos ciertas ideas fundamentales apoyándonos en los trabajos estadísticos del libro. Estas ideas son las siguientes:

- Las crisis bancarias son un fenómeno económico que se da casi en la misma proporción tanto en países emergentes como en economías desarrolladas, afectando a la mismas variables económicas pero variando la magnitud.
- La movilidad de capitales es un factor determinante a la hora de recoger la propensión de una economía a sufrir crisis bancarias. Tal y como recoge el libro, "periodos de alta movilidad de capital internacional han producido una y otra vez crisis bancarias" (pg. 180).
- Alta correlación entre crisis bancarias y variables como el flujo de capital, y el precio de la vivienda. En lo que respecta al flujo de capital, en épocas anteriores a una crisis, se registran aumentos. Estos aumentos condicionan el acceso al crédito de manera favorable, que provoca que las posibilidades de inversión crezcan y los precios de la vivienda se disparen. El precio de las viviendas crece a niveles desorbitados hasta que estalla la burbuja, acontecimiento que desemboca en un declive en este sector extendiéndose su efecto desde el año de la crisis hasta años posteriores.
- Crecimiento exagerado del sistema de servicios financieros como causa de una crisis bancaria. La experiencia vivida en Estados Unidos refleja que con niveles tan altos de flujos de capital, el mercado financiero y en concreto el mercado de valores comienza a experimentar un crecimiento masivo para ofrecer nuevos productos de inversión, ya sean opciones o futuros, por ejemplo. El libro recoge un crecimiento en Estados Unidos del sector de servicios financieros en años anteriores al 2008 del 7,5%, reduciéndose de manera drástica con el estallido de la crisis.

- Resentimiento del crecimiento económico como consecuencia de una crisis bancaria. La poca disposición de crédito influye en el crecimiento económico del país, pues provoca la disminución del consumo y la inversión, seguido de un aumento de la tasa de paro. En base a esto, los autores recoge que, en el caso de los países emergentes, la recuperación económica es más rápida que en países desarrollados.
- Consecuencias de la crisis en el ingreso público. Como ya explicamos al principio del apartado, la literatura económica se ha centrado más en evaluar los costes de un rescate que en conocer cuáles son las consecuencias sobre los ingresos públicos en un contexto de crisis bancaria. Como recogen los autores en los gráficos X.6 y X.7, y que en este trabajo están recogidos en el anexo, la evolución de los ingresos públicos, aunque la magnitud sea distinta según el periodo de tiempo escogido, presenta un patrón de comportamiento común; en años anteriores a la crisis el ingreso público se dispara, siendo el año de la crisis en el cual comienza a decrecer, hasta situarse en valores negativos en años sucesivos. Las diferencias entre países desarrollados y emergentes van en la misma línea que en lo que respecta al crecimiento económico, siendo los países emergentes los que antes se recuperan. Esta reducción de ingresos provoca que el déficit público se dispare.

6.2 Degradación monetaria.

El libro define la degradación monetaria como “la reducción en el contenido de oro y plata de las monedas” (p.201). Durante siglos esta fue la estrategia empleada por gobernantes de todas las partes del mundo para financiar sus deudas. En una época en la que las monedas tenían valor intrínseco, es decir, contenían oro o plata, los dirigentes reducían su contenido en metal y ponían en circulación monedas con menor valor intrínseco, almacenando así grandes cantidades de metales preciosos. Este método fue la medida estrella de los gobernantes para sanear las arcas reales y conseguir financiación para las guerras.

Sir Thomas Gresham, comerciante y financiero inglés del siglo XVI (1519-1579), al observar lo acontecido en su época, llegó a la conclusión de que en un país en la que existen dos monedas en circulación con distinto valor intrínseco, la moneda mala, es decir, la que menos contenido en metal tenía, desplazaba de la circulación a la buena. La moneda buena tendía a atesorarse

por su valor metálico y la mala se usaba para realizar transacciones. Esta teoría se conocería siglos después como la Ley Gresham.

Aunque con la aparición y asentamiento del dinero papel, las degradaciones monetarias ya son cosa del pasado, no lo son sus consecuencias.

Las conclusiones a las que llegan los autores son que, con la degradación monetaria se producía un aumento de la inflación, tanto si se aumentaba el valor nominal de las monedas como si se reducía la cantidad de metal precioso, puesto que el precio de este aumentaba. Esta inflación permitía financiar la deuda interna y externa de los países. La situación es bastante similar a la que ocurre ahora con el dinero papel, intercambiando la degradación monetaria con el aumento de la base monetaria al imprimir billetes, provocando el aumento de nivel de precios con el que los gobiernos pueden financiar el déficit. Con lo cual, lo único que ha cambiado son los medios de hacerlo, puesto que los efectos son los mismos.

6.3 Inflación y crisis monetarias

La idea que resaltan los autores en este capítulo es que mantener un elevado nivel de inflación es algo históricamente normal en países emergentes que dan sus primeros pasos hacia una economía fuerte.

La inflación es un concepto que ha ido de la mano en el desarrollo económico de la civilización desde la introducción del dinero para facilitar las transacciones.

Las contribuciones sobre este tema a lo largo de la historia han se han producido a lo largo de los siglos.

Tanto Martin de Azpilicueta (1492-1586) en su obra "Manual de confesores y penitentes" (1556), como Tomas de Mercado (1530-1575) en su obra "Suma de tratos y contratos" (1570) ambos miembros de la Escuela de Salamanca observaron lo que ocurría en la economía con la llegada de metales preciosos procedentes de las colonias americanas. La entrada de metales preciosos en el país provocaba un aumento del nivel de precios en la nación.

Posteriormente, David Hume (1711-1776) desarrollo la teoría denominada mecanismo de flujo especie-dinero (price-specie flow mechanism), que recoge que, bajo un sistema de patrón oro, cuando un país tiene superávit en la balanza comercial, se produce una entrada de oro en el país que provoca un aumento de precios, que provocara una reducción en sus exportaciones hasta situarse en una situación de equilibrio. Además propuso la teoría de la inflación

beneficiosa, puesto que creía que un aumento de la cantidad de dinero incentivaría la producción en el corto plazo.

En el siglo XX Irving Fisher (1911) fue quien desarrollo matemáticamente la teoría cuantitativa del dinero bajo la igualdad $P*Q=M*V$, donde explica que el nivel de precios “P” por el nivel de producción “Q”, es igual a la cantidad de dinero “M” por la velocidad de circulación del dinero “V”. Fisher consideraba Q, M y V como constantes o dadas por la economía, con lo que la inflación pasaba a ser una función dependiente de estos tres conceptos.

Según los datos recogidos por los autores, los niveles de inflación crecieron más a raíz de la llegada del dinero papel y la posibilidad de imprimirlo.

Por cifras, existe una gran diferencia entre los niveles de episodios de inflación entre los años 1500 y 1799 en Asia en comparación a los niveles entre los años 1800 y 2008. En el primer periodo, China y Corea si presentan episodios de inflación máxima superiores al 100%, pero quedan extremadamente lejos a los del periodo 1800-2008, con niveles de inflación cercanos al 1000%, incluso superior en el caso de China.

En Europa, los grandes hitos en la historia de la inflación en el primer periodo los marcan Bélgica, Alemania e Italia. En este apartado resulta sorprendente como España apenas ha presentado episodios de inflación por encima del 40%. En el segundo periodo, Alemania Grecia y Rusia, por citar algunos, recogen episodios de inflación superiores al 500%.

En el caso del continente americano, Estados Unidos presento episodios de inflación en sus inicios, con cifras que rondan el 200%. En la segunda etapa sus niveles de inflación no son relevantes si los comparamos con los de Bolivia, Paraguay, Nicaragua o Argentina.

6.4 Derrumbes monetarios

Los derrumbes monetarios o crisis cambiarias son situaciones que se dan en un país cuando no puede sostener el grado de paridad en el tipo de cambio de su moneda, debiendo evitar que esta se desplome. La principal causa de estas crisis es la especulación por parte de los agentes económica en el mercado de divisas.

Los autores llegan a la conclusión de que las crisis inflacionarias y los derrumbes monetarios han estado fuertemente ligados a lo largo de la historia, destacando periodos como el de las Guerras Napoleónicas (1799-1815), y las crisis cambiarias de finales del siglo XX y principios del XXI en México, Rusia y Argentina, por citar algunos ejemplos.

En relación a este concepto, países que sufren episodios de inflación entran en un proceso de dolarización, que se define como la utilización de una divisa extranjera fuerte como moneda en sí misma. Entrar en este proceso, como sucedió en México con sus famosos tesobonos, conlleva un desenlace difícil, puesto que a menudo los países permanecen en este estado aun habiendo corregido las consecuencias de esa dolarización. Los autores definen este proceso como “histéresis”.

Las conclusiones que sacan los autores a la hora de analizar los resultados, es que los procesos de dolarización acontecidos a lo largo de la historia están fuertemente correlacionados con el historial de inflación.

Como medidas para reducir la dolarización en un país, en el libro recogen las recetas que siguieron algunos países para salir de ella, con resultados diferentes. En algunos casos, los países optaron por reducir la emisión de deuda pública en divisa extranjera, mientras que otros han adoptado la decisión de reducir el número de depósitos en divisa extranjera.

Como ejemplo de la primera medida estaría la decisión de México y sus famosos tesobonos y las medidas adoptadas por Argentina en la crisis del año 2001.

Las consecuencias de estas medidas fueron una masiva fuga de capitales como la que se dio en México y una disminución del crédito al sector privado, que dieron lugar a un pobre crecimiento nacional.

7. LA CRISIS HIPOTECARIA DE ALTO RIESGO ESTADOUNIDENSE Y LA SEGUNDA GRAN CONTRACCIÓN.

En este capítulo los autores hacen un recorrido por las crisis que se han producido a lo largo de la historia, mostrando la situación de los países antes y después del acontecimiento, buscando similitudes entre las situaciones pasadas y las crisis financieras de nuestra época, como fue la crisis de la hipotecas de alto riesgo desarrollada en Estados Unidos, observando los diferentes indicios económicos que se produjeron antes de desarrollarse una de las mayores crisis de nuestra historia.

En segundo lugar los autores intentaran comparar los valores de ciertas variables en lo que el libro denomina como las “cinco grandes” crisis bancarias de fechas posteriores a la Segunda Guerra Mundial con la crisis estadounidense con el fin de medir la magnitud de esta, mostrando que tiene bastantes similitudes con crisis pasadas.

Por último, se centraran en explicar cómo una crisis puede resultar contagiosa y extenderse a distintos países, principalmente debido a la globalización de la

economía, además de medir las consecuencias de esa crisis dentro del contexto global y no solo reducido a lo acontecido en los Estados Unidos.

7.1 Crisis hipotecaria estadounidense: comparación internacional e histórica.

En lo que respecta a las crisis bancarias de la historia, la gráfica XIII.1 de la página 229, nos muestra como estas se han distribuido a lo largo de la historia, resaltando el periodo posterior a la Primera Guerra Mundial y la Gran Depresión, intervalo que va desde 1920 hasta 1940. Desde 1940 hasta 1970 se observa un periodo de relativa calma, que acaba en 1972 con el abandono del sistema Bretton Woods¹ y el aumento de los precios del petróleo. Con el aumento del precio de los productos primarios en 1980 se disparan las crisis bancarias y coinciden con las Crisis de deuda Latinoamericana. El volumen de crisis bancarias comienza a disminuir hasta que el año 2008 llegamos a la Segunda Gran Contracción.

Como ya hemos avanzado anteriormente, los autores sitúan como causantes de la crisis estadounidense de 2007 la burbuja inmobiliaria y el alza de los precios de la vivienda, y un flujo de capital exterior injustificado. La posesión de hipotecas basura por parte de los bancos se convirtió en un problema cuando los inversores empezaron a desconfiar de la situación, puesto que no disponían de liquidez suficiente.

En este contexto, existía una fuerte discrepancia entre autores que legitimaban el déficit por cuenta corriente, o mayor volumen de inversión sobre el ahorro nacional, de Estados Unidos antes de la inminente crisis y que alcanzó los 850.000 millones de dólares en 2006, frente a los que pensaban que la situación era insostenible. Las explicaciones de los defensores del déficit se basaban en la creciente globalización, que permitía sostener volúmenes mayores de déficit, y en la apariencia de Estados Unidos como “caja fuerte” del ahorro del mundo.

En lo que respecta al sector inmobiliario, las autoridades financieras de Estados Unidos no dieron importancia al aumento de los precios de la vivienda, como recogen los testimonios de Ben Bernanke, gobernador de la Reserva Federal en 2004. Sin embargo como recogen los autores del libro, “el alza en el precio de los activos se estaba nutriendo de un incremento en la proporción de deuda familiar respecto del PIB” (p.236). En este contexto de inestabilidad, la locura del mercado financiero provocó que individuos con situaciones

¹ Los acuerdos de Bretton Woods tuvieron lugar en 1944, donde los 44 países participantes acordaron, además de la creación del FMI, establecer una equivalencia fija entre dólares y oro, donde una onza de oro valdría 35 dólares.

económicas precarias consiguieran financiación por parte de los bancos para adquirir viviendas que en condiciones normales no podían obtener. El caos se desataba cuando los prestatarios no podían hacer frente al pago de las hipotecas y los bancos comenzaban a acercarse a la quiebra.

El desmedido optimismo acerca de la situación de Estados Unidos, presentándolo como un país con un sistema financiero fuerte sofisticado y sin fisuras, y las razones que se dieron para justificar los niveles de déficit por cuenta corriente y creciente nivel de precios del sector inmobiliario, provocaron que el pensamiento fuera que su economía nunca sucumbiría y que “esta vez era distinto”.

Los autores del libro se han fijado en una serie de variables para analizar las diferentes crisis financieras de la historia y compararlas con lo ocurrido en Estados Unidos. Esas variables son el precio de la vivienda y acciones, saldo de la cuenta corriente, crecimiento de la producción y nivel de deuda. Las conclusiones a las que llegan comparando estas variables a lo largo de todas las crisis es que siguen un patrón común; aumento sostenido del nivel de precios de la vivienda y acciones en la antesala de la crisis y su posterior desplome, niveles altos de déficit en cuenta corriente, disminución del crecimiento económico con el correspondiente desplome en el año de la crisis y un aumento de la deuda real del gobierno.

El resumen que hacen los autores con ayuda de estas variables es que todas las crisis financieras anteriores presentaban valores semejantes. Incluso se observa que en el caso de la crisis de Estados Unidos, los valores se acentúan más, lo que hace sorprendente que las autoridades competentes no le dieran importancia a la situación teniendo tantos precedentes como para preocuparse.

7.2 Las secuelas de una crisis financiera.

En esta sección, los autores utilizaran una metodología similar a la del apartado anterior. Su intención es comparar variables como son el precio de la vivienda, precio de las acciones, desempleo, ingreso público y deuda, registradas en crisis financieras de la historia, centrándose en las que el libro ha denominado como las “cinco grandes” crisis financieras que tuvieron lugar en España, Noruega, Suecia, Finlandia y Japón, todas ellas datadas entre los años 1970 y 1990.

A grandes rasgos, tal y como recoge el libro, los efectos de las crisis financieras son:

- Descensos en torno al 30 y 50% de los precios de la vivienda y las acciones, con una duración promedio de 6 y 3 años respectivamente.

- Aumento de la tasa de desempleo hasta siete puntos porcentuales, con una duración media de casi cinco años.
- Indicadores macroeconómicos como producción, deuda e ingreso se ven fuertemente afectadas. El crecimiento de la producción se ve lastrado por esta situación, experimentando caídas de hasta el 9% y cuyos efectos se prolongan hasta dos años. En lo que respecta a deuda pública, ante un episodio de crisis bancaria esta crece en promedio más del 80%, principalmente causado por la disminución de los ingresos fiscales.

Comparativamente, las consecuencias de las llamadas “cinco grandes” crisis financieras, son mucho más livianas si las comparamos con los episodios ocurridos en torno a la Gran Depresión de los años treinta. Tanto la duración de los episodios de crisis relacionados con ella, como en el impacto que tuvieron en otras variables como pueden ser el desempleo o la deuda pública, muestra como la Gran Depresión fue un fenómeno más trágico que las crisis de la posguerra.

7.3 Efectos de contagio de la crisis hipotecaria y relación de episodios a lo largo de la historia.

En este apartado los autores analizan los aspectos por los cuales las crisis localizadas en un país o región terminan trasladándose a otras regiones del mundo, convirtiéndose en crisis globales. Los diferencian en “derrames” y “vehículos tradicionales” (p.268)

La segunda Gran Contracción es un ejemplo de crisis contagiosa, puesto que origino en Estados Unidos y sus efectos se extendieron rápidamente a Europa.

Como derrames, los autores achacan esta expansión de la crisis a la decisión de instituciones financieras de otros países por invertir en las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos, tan atractivas en su momento.

Otro de los factores importantes que tuvo consecuencias a la hora de expandir la crisis es la situación económica que tenían estos en el momento de desarrollarse la crisis hipotecaria. El caso de España es un claro ejemplo, puesto que el modelo económico de esos años estaba basado en el la burbuja inmobiliaria en torno a la construcción, una situación idílica para la economía en esa época, tal y como ocurría en Estados Unidos.

El principal ejemplo de vehículo tradicional que nos muestra el libro es la multitud de prestamistas comunes provocados por el proceso de globalización,

puesto que la existencia de complicaciones en un país provoca consecuencias en terceros.

En segundo lugar, la obra quiere mostrar como los determinados episodios de crisis, además de poder trasladar sus efectos a otras naciones, pueden darse en el mismo tiempo dentro de un país. Para ello han elaborado una medida estadística denominada turbulencia financiera definida por los autores como “los tipos de crisis que un país puede vivir en un determinado momento” (p.272).

Los autores afirman que distintos episodios de crisis se han dado en momentos similares, destacando los autores la diferencia de episodios comparando los periodos situados antes y después de la Segunda Guerra Mundial; mientras que en años anteriores, los episodios de crisis son mucho más agudos y relacionados con episodios de deuda e inflación, en años posteriores, también han existido episodios de inflación, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo en 1970, pero la naturaleza principalmente ha sido la existencia de crisis bancarias, destacando la segunda Gran Contracción como acontecimiento en el que convergen varias crisis de distinta naturaleza y en distintos países.

En relación a lo comentado anteriormente, el libro nos ofrece una definición de crisis global, recogiendo una serie de condiciones para poder reconocerlas. Estas cuatro condiciones son:

- Para considerar una crisis como global, como mínimo una de los centros financieros debe sufrir una crisis financiera sistémica, de manera que influya en la adquisición de flujos de capital hacia otros países dependientes de él.
- La crisis debe afectar a varias regiones.
- Dentro de esas regiones, formadas por naciones, es necesario que varios de esos países que la componen sufran la crisis, así sus posibilidades de contagio a la región serán más altas.
- La turbulencia financiera promedio, debe situarse por encima de la media.

Según estos condicionantes, clasificaríamos acontecimientos como el “pánico” de 1907, la Gran Depresión (1929-1938), la crisis de deuda de los años ochenta y la segunda Gran Contracción de 2008 entre otras como verdaderas crisis globales.

Por último, la reflexión que los autores extraen de este análisis es que, las crisis globales, debido a su magnitud y expansión son mucho más peligrosas que cualquier otra, puesto que el declive de las exportaciones no solo afecta a un país puntual, sino que se produce en un territorio extenso, provocando que la producción y el comercio se paralice por completo, siendo más difícil salir de esa situación, puesto que un sector más grande de la economía está en fase de depresión y nadie ejerce de motor para salir de la situación fácilmente.

La conclusión final de los autores en este capítulo es que la segunda Gran Contracción acaecida en 2008 y con consecuencias aún latentes ha sido el mayor reto de la economía al que el ser humano se ha enfrentado.

8. CONCLUSIONES FINALES DE LOS AUTORES.

Para concluir el libro, los autores recogen en este último capítulo una serie de consideraciones finales, centrándose en la exposición de “sistema de indicadores de alerta temprana de una crisis” (p.299), una ligera crítica del funcionamiento del FMI como órgano garante del orden, y el análisis de los países y su “graduación” de situaciones de crisis, concepto muy utilizado a lo largo de la obra y explicado con anterioridad.

Por último enumeran una serie de medidas para controlar las situaciones de crisis y finalizan con la idea de que “nada fue distinto”.

En lo que respecta a los indicadores de una crisis los autores critican la falta de importancia que se le ha dado a algunas variables a la hora de hacer saltar las alarmas de la economía, como puede ser la pasividad que demostraron algunas entidades como la Reserva Federal en relación a la evolución del precio de la vivienda sector muy propenso a burbujas como la experiencia nos revela. El cuadro X.VII.1 de la página 302 y que está recogido en el anexo de este trabajo recoge una serie de variables utilizadas como indicadores de riesgo y un diagnóstico analizando que nos debe preocupar sobre ellas para poder pensar que estamos en la antesala de una crisis.

Con respecto a la función del FMI, los autores hacen hincapié en que esta institución debería ejercer más eficientemente como garante del buen funcionamiento de la economía y no como salvador en situaciones límite, destacando más en materia de prevención que en la de actuación ante una crisis.

Critican por parte del FMI la falta de una base de datos sobre los niveles de deuda pública de los países, información que, como nos han mostrado los autores del libro, no es de fácil acceso debido al interés de los propios gobiernos por ocultar su situación.

En lo que respecta al concepto de graduación, los estudios realizados por los autores les hacen llegar a la conclusión de que ningún país ha logrado ser inmune a las crisis. Sí que es cierto que algunos han logrado dejar atrás algunos tipos de ellas, como ejemplificaba el libro con los casos de España y Francia en relación al impago serial. Pero decir que las naciones han logrado sobreponerse a las situaciones de crisis es toda una utopía. Incluso las graduaciones en determinadas situaciones pueden volverse convulsas y caer en errores del pasado.

En relación a esta situación, el libro ofrece una serie de medidas para manejar situaciones de crisis de deuda e inflación, como pueden ser:

- Disponer de los datos de la deuda interna y externa de los gobiernos de manera transparente para poder analizar sus consecuencias.
- Vigilar los niveles de endeudamiento, evitando caer en errores ya vividos, y que este esté basado en una situación económica sostenible, y no sobre una estructura inestable.
- Evitar que los gobiernos acudan a la estrategia de la inflación para reducir su nivel de déficit.

Los autores también avisan sobre las consecuencias de una crisis bancaria y los costes de un rescate para salvaguardar la integridad de los bancos, puesto que, a partir de la segunda Guerra Mundial, el modo de actuación en años posteriores por parte de las autoridades ha sido aplicar políticas restrictivas con el fin de mejorar las finanzas fiscales, y cuya consecuencia es la depresión total de la economía.

Finalmente, ellos afirman que pese a los avances en la tecnología y el desarrollo del sector económico y financiero, el exceso de confianza de determinados actores económicos, es decir, pensar que “esta vez es distinto” nunca acabo bien.

9. CONCLUSIONES ACERCA DEL LIBRO.

Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff nos ofrecen con su libro una visión panorámica a lo largo de la historia acerca de los tipos de crisis y fenómenos económicos que se pueden dar en una economía apoyándose en un trabajo estadístico exhaustivo, con el fin de desestimar la idea de que nuestra era tiene todas las herramientas y está dotada de un sistema económico tan sofisticado

que es imposible que caigamos en los errores del pasado, nada más lejos de la realidad.

La obra actúa como un manual que nos muestra los conceptos clave para entender lo que sucede en la economía, explicándonos lo que son y cómo influyen en la economía, para después sacar conclusiones a través de los análisis gráficos y estadísticos.

La gran conclusión es que la crisis de 2007 desarrollada en Estados Unidos supone un ejemplo de hasta qué punto se pueden hacer mal las cosas si no se actúa con precaución se mira con optimismo y normalidad todo lo que ocurre. Esto provocó la mayor crisis económica de nuestro tiempo, que a su vez dio lugar a otro tipo de crisis que se extendieron por todo el mundo.

La situación que ha vivido España es un reflejo de lo que nos han querido mostrar los autores a lo largo del libro. Con el estallido de la burbuja inmobiliaria en España nos dimos cuenta de que el rápido crecimiento del PIB en años anteriores se basaba en la existencia de tipos de interés bajos y la dependencia del sector inmobiliario, algo en lo que no se puede basar la economía de un país.

La segunda lección que nos dejó la crisis es que vivir por encima de nuestras posibilidades nunca ha sido una práctica aconsejable. La práctica de los préstamos hipotecarios basura a individuos que ni remotamente podían hacer frente a semejante cantidad fue una práctica muy utilizada por los bancos, cegados por las ganancias futuras.

Esta práctica fue importada por algunos países como España, con similar desenlace, una crisis sin precedentes, con consecuencias en el empleo, alcanzando tasas de desempleo del 20% y un periodo de recesión económica que aún se nota en nuestros días.

Por último, se hace imprescindible el control del déficit por parte de los gobiernos y controlar aspectos como la deuda pública interna o externa.

La conclusión es que nada es distinto, la historia está llena de precedentes y los mismos errores cometidos son los que nos llevan a volver a caer.

10. BIBLIOGRAFÍA

Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff (2011) : *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*. Editorial S.L. FONDO DE CULTURA ECONOMICA DE ESPAÑA.

https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_de_diciembre_de_2001_en_Argentina

https://en.wikipedia.org/wiki/Phillip_D._Cagan

http://www.eco-finanzas.com/diccionario/L/LEY_DE_GRESHAM.htm

<http://economipedia.com/historia/acuerdos-de-bretton-woods.html>

https://es.wikipedia.org/wiki/Martín_de_Azpilcueta

Grandes economistas-Tomas de Mercado (1530-1576) - Eumed.net

<http://www.eumed.net/cursecon/economistas/mercado.htm>

https://es.wikipedia.org/wiki/Mecanismo_de_flujo_especie-dinero

https://es.wikipedia.org/wiki/Teoría_cuantitativa_del_dinero

economipedia.com/definiciones/equivalencia-ricardiana.html

ANEXO: CONJUNTO DE GRAFICOS ILUSTRATIVOS DEL ESTUDIO DE LA OBRA

Los graficos aquí recogidos estan extraidos del la obra de de referencia de este trabajo “Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera” de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff (2011).

Cuadro VI.5. Total acumulativo de impago y reprogramación: África y Asia desde el año de independencia y hasta 2008. (pp. 124)

<i>País</i>	<i>Número de años en situación de impago o reprogramación desde su independencia o desde 1800*</i>	<i>Número total de impagos y/o reprogramaciones</i>
<i>África</i>		
Angola	59.4	1
Argelia	13.3	1
República Centrafricana	53.2	2
Costa de Marfil	48.9	2
Egipto	3.4	2
Kenia	13.6	2
Marruecos	15.7	4
Nigeria	21.3	5
República de Mauricio	0.0	0
Sudáfrica	5.2	3
Túnez	5.3	1
Zambia	27.9	1
Zimbabwe	40.5	2
<i>Asia</i>		
China	13.0	2
Corea	0.0	0
Filipinas	16.4	1
Hong Kong	0.0	0
La India	11.7	3
Indonesia	15.5	4
Japón	5.3	1
Malasia	0.0	0
Myanmar	8.5	1
Singapur	0.0	0
Sri Lanka	6.8	2
Tailandia	0.0	0
Taiwán	0.0	0

* Para los países que lograron su independencia antes de 1800, las estimaciones corresponden al periodo 1800-2008.

FUENTES: Las estimaciones de los autores, Standard & Poor's, Purcell y Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a) y las fuentes por ellos citadas.

Cuadro V.I.6. Total acumulativo de impago y reprogramación: Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Oceanía desde el año de independencia y hasta 2008. (pp.125)

<i>País</i>	<i>Número de años en situación de impago o reprogramación desde su independencia o desde 1800*</i>	<i>Número total de impagos y/o reprogramaciones</i>
<i>Europa</i>		
Alemania	13.0	8
Austria	17.4	7
Bélgica	0.0	0
Dinamarca	0.0	0
España	23.7	13
Finlandia	0.0	0
Francia	0.0	8
Grecia	50.6	5
Holanda	6.3	1
Hungría	37.1	7
Italia	3.4	1
Noruega	0.0	0
Polonia	32.6	3
Portugal	10.6	6
Reino Unido	0.0	0
Rumanía	23.3	3
Rusia	39.1	5
Suecia	0.0	0
Turquía	15.5	6
<i>Latinoamérica</i>		
Argentina	32.5	7
Bolivia	22.0	5
Brasil	25.4	9
Chile	27.5	9
Colombia	36.2	7
Costa Rica	38.2	9
Ecuador	58.2	9
El Salvador	26.3	5
Guatemala	34.4	7
Honduras	64.0	3
México	44.6	8
Nicaragua	45.2	6
Panamá	27.9	3
Paraguay	23.0	6
Perú	40.3	8
República Dominicana	29.0	7
Uruguay	12.8	8
Venezuela	38.4	10
<i>Norteamérica</i>		
Canadá	0.0	0
Estados Unidos	0.0	0
<i>Oceania</i>		
Australia	0.0	0
Nueva Zelanda	0.0	0

* Para los países que alcanzaron su independencia antes de 1800, las estimaciones corresponden al periodo 1800-2008.

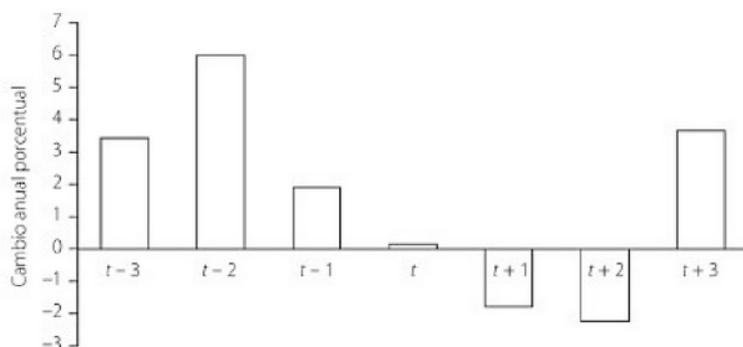
FUENTES: Estimaciones de los autores, Standard & Poor's, Purcell y Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a) y las fuentes ahí citadas.

Grafica I.X.5. ¿A quién se expropia, a los residentes o a extranjeros? La probabilidad de impago interno y externo (1800-2006)(p.159).



FUENTES: FMI (varios años), *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); otras fuentes referidas en el apéndice A.1 y en las estimaciones de los autores.

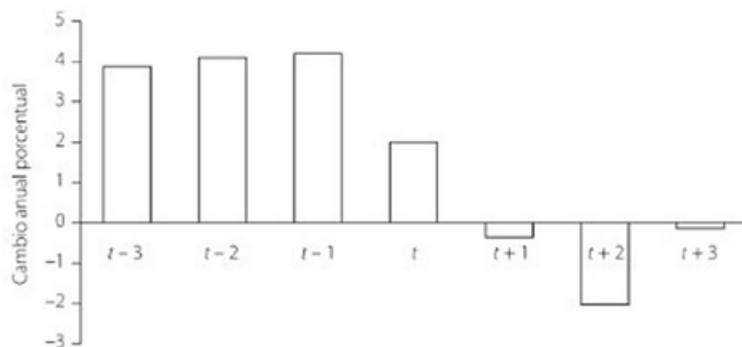
Grafica X.6. Crecimiento del ingreso real del gobierno central y crisis bancarias: todos los países (1800-1944)(p.192)



NOTA: La gráfica muestra que el efecto negativo de una crisis sobre el ingreso no es nuevo. Los ingresos del gobierno central están deflactados por los precios al consumidor. Fueron 86 en total los episodios de crisis bancaria durante 1800-1940, periodo para el que disponemos de información completa sobre ingresos. El año de la crisis se indica con t .

FUENTES: La información sobre ingreso público se tomó de Mitchell (2003a, 2003b). Para las numerosas fuentes sobre los precios en cada país, véase Reinhart y Rogoff (2008a).

Grafica X.7. Crecimiento del ingreso real del gobierno central y crisis bancarias: todos los países (1945-2007). (p.193)



NOTA: La gráfica muestra que los costos de un rescate sólo explican parcialmente por qué la deuda pública se eleva después de una crisis. Los ingresos del gobierno central están deflactados por los precios al consumidor: Fueron 138 en total los episodios de crisis bancaria durante 1945-2007, periodo para el que disponemos de información completa sobre ingresos. El año de la crisis se indica con t .

FUENTES: La información sobre ingreso público se tomó de Mitchell (2003a, 2003b). Para las numerosas fuentes sobre los precios en cada país, véase Reinhart y Rogoff (2008a).

Grafica XIII.1 Porcentaje de países en medio de una crisis bancaria en 1900-2008 ponderados en función de su proporción de ingreso mundial(p.228)



NOTA: La muestra comprende a los 66 países enlistados en el cuadro I.1 que se habían convertido en naciones independientes en el periodo indicado. Se usan tres grupos de ponderación respecto al PIB: 1913 pondera el periodo 1800-1913; 1990 el periodo 1914-1990, y finalmente 2003 el periodo 1991-2008. La línea punteada corresponde a todas las crisis, la continua a las crisis sistémicas (por ejemplo, en el caso de las décadas de 1980 y 1990, las crisis de los países nórdicos, y más tarde las de Japón y el resto del Asia). Las entradas para 2007 y 2008 corresponden a crisis en Austria, Bélgica, Alemania, Hungría, Japón, Holanda, España, el Reino Unido y los Estados Unidos. La gráfica presenta una media móvil de tres años.

FUENTES: Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Maddison (2004), Caprio *et al.* (2005), Jácome (2008) y las fuentes adicionales referidas en el apéndice A.3, el cual proporciona las fechas de las crisis bancarias.

Cuadro XVII.1. Indicadores de alerta temprana para crisis bancarias y monetarias: un resumen.(p.302)

Rango del indicador (de mejor a peor)	Descripción	Frecuencia
Crisis bancarias		
Mejor		
Tipo de cambio real	Cualquier desviación en la tendencia	Mensual
Precio real de la vivienda ^a	Cambio porcentual a 12 meses (o anual)	Mensual, trimestral, anual (dependiendo del país)
Flujos de capital a corto plazo ^{rim}	En puntos porcentuales	Annual
Balanza en cuenta corriente/inversión	En puntos porcentuales	Annual
Precio real de las acciones	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Peor		
Calificaciones del <i>Institutional Investor</i> (II) y Moody's	Un cambio en el índice	Semestral (II); mensual (Moody's)
Términos de intercambio	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Colepsos monetarios		
Mejor		
Tipo de cambio real	Cualquier desviación en la tendencia	Mensual
Crisis bancarias	Variable dicotómica	Mensual o anual
Balanza en cuenta corriente ^{rim}	En puntos porcentuales	Annual
Precio real de las acciones	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Exportaciones	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Agregado monetario M2 (dinero en sentido amplio)/reservas internacionales	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Peor		
Calificaciones del <i>Institutional Investor</i> (II) y Moody's	Un cambio en el índice	Semestral (II); mensual (Moody's)
Diferencial de tasas de interés internas/externas ^b	En puntos porcentuales	Mensual

^a Esta es la variable "novedosa" aquí introducida.

^b No confundir esto con un diferencial de tasas de interés internas/externas como el que presenta el Índice de Bonos de Mercados Emergentes.

FUENTES: Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998); Kaminsky y Reinhart (1999); Goldstein, Kaminsky y Reinhart (2000), y las estimaciones de los autores.

