



Bloque III. La estabilidad financiera y la regulación bancaria

Tema 9. Las crisis financieras

Prof. Borja Petit

Economía monetaria y bancaria

CUNEF Universidad

Curso 2025/2026

Esquema

1. Las crisis financieras en las economías avanzadas
2. La crisis financiera de 2008
3. Las crisis financieras en las economías en desarrollo

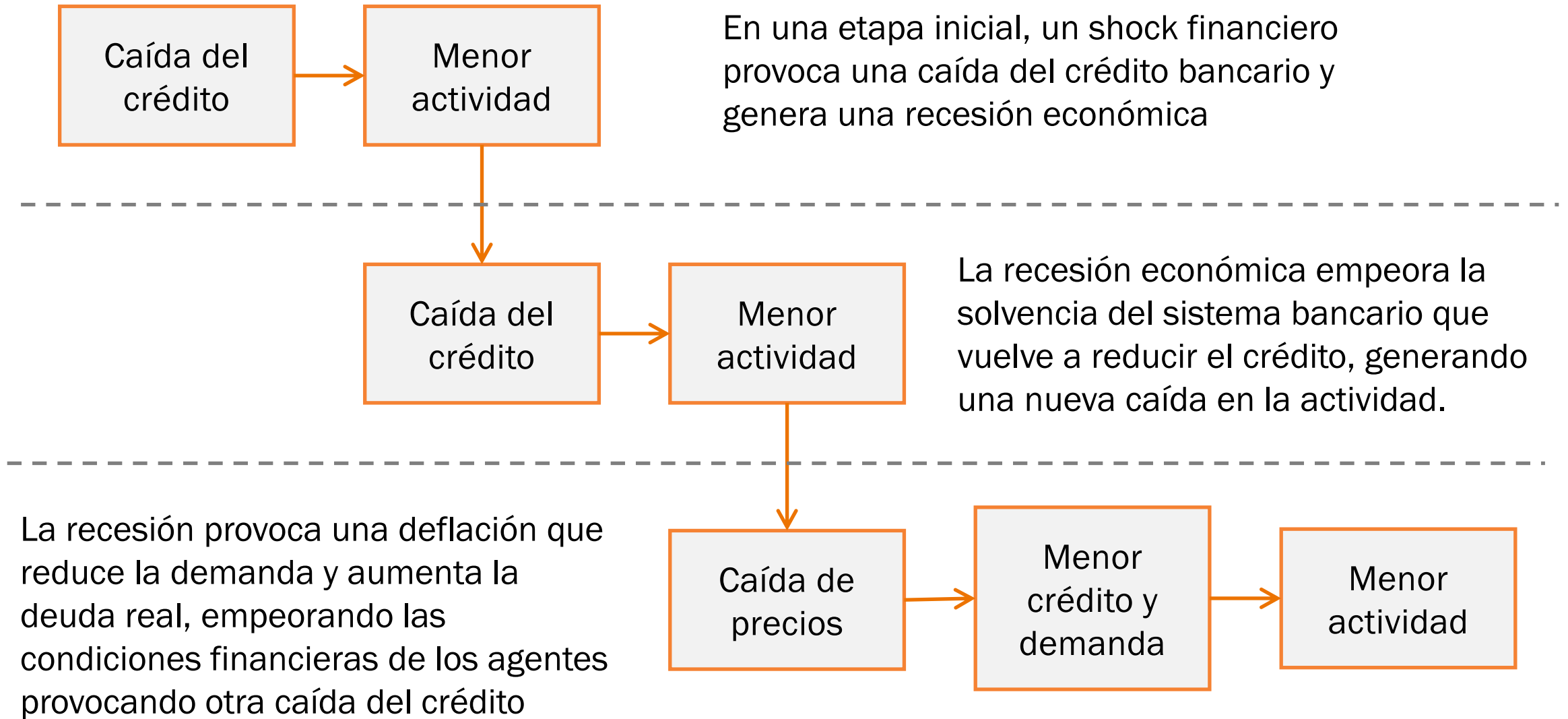
Esquema

1. Las crisis financieras en las economías avanzadas
 - Etapas de una crisis financiera.
 - El papel de la regulación ante una crisis financiera.
 - Efectos de una crisis financiera.
2. La crisis financiera de 2008
3. Las crisis financieras en las economías en desarrollo

Introducción

- Un sistema financiero sano es capaz de movilizar los recursos financieros hacia sus usos más productivos al solucionar (o mitigar) los problemas de asimetría de información.
- Cuando las asimetrías financieras aumentan, los mercados financieros dejan de canalizar el ahorro de forma eficiente generando una caída en la actividad económica.
- ¿Qué es una crisis financiera? Una crisis financiera es una disrupción significativa de los mercados financieros (aumento significativo de las asimetrías de información) que provoca un desequilibrio profundo entre la demanda y la oferta de financiación/crédito.
 - Las crisis financieras surgen cuando las fricciones financieras aumentan de forma grave y repentina, impidiendo el normal funcionamiento de los mercados financieros.
 - Las crisis financieras suelen comprender tres etapas...

Introducción



Etapa inicial

- La crisis se desencadena por una reducción inicial del crédito por un (gran) shock financiero.
- Tal y como vimos en el tema 7, los shocks financieros pueden ser de 4 tipos:
 1. Shocks al capital bancario: p.ej. una ola de impagos que reduce el capital bancario.
 2. Shocks al precio de los activos: p.ej. el pinchazo de una burbuja
 3. Shocks a los tipos de interés: p.ej. una política monetaria contractiva (agresiva) que daña la salud financiera de los hogares y empresas.
 4. Shocks de incertidumbre: p.ej. un resultado electoral inesperado.
- Las causas más habituales son un boom crediticio (expansión ineficiente del crédito) que acaba provocando una ola de impagos (1), o una burbuja financiera que acaba explotando (2).

Etapa inicial: boom crediticio

- La primera de las causas más habituales de una crisis financiera es una **expansión ineficiente del crédito** en la economía, y la consiguiente contracción acelerada.
- ¿Por qué puede producirse este fenómeno?
 - Política monetaria “anormalmente” laxa (tipos de interés ineficientemente bajos) que hace que los bancos busquen rentabilidad en proyectos excesivamente arriesgados.
 - Prestatarios no solventes acceden al crédito.
 - Innovaciones financieras no (correctamente) reguladas que permiten expandir el balance bancario sin necesidad de aumentar su capital (apalancamiento).
 - La regulación falla por falta de conocimientos del regulador.
 - El riesgo que asumen las entidades financieras aumenta.

Etapa inicial: boom crediticio

- En cualquiera de los casos, un boom crediticio implica que prestatarios no solventes acceden al crédito que, antes o después, dejan de pagar sus deudas: ↑ Impagos
- Los impagos reducen el capital bancario y los bancos se ven obligados a responder:
 - A. Aumentando su capital, lo que supone un encarecimiento de sus fondos.
 - B. Reducción de sus activos, lo que supone un descenso del crédito a la economía
- Si los impagos son suficientemente numerosos y abruptos, la opción (A) no es viable:
 - Las entidades financieras se ven obligadas a reducir su crédito para poder recapitalizarse.
 - Menor crédito → La actividad económica se deteriora.
- Y se da inicio a la crisis financiera....

Etapa inicial: burbuja financiera

- El segundo de los motivos más habituales de una crisis financiera es la existencia, y posterior pinchazo, de una burbuja financiera (aumento injustificado del precio de los activos).
- Una burbuja se produce cuando el precio de un activo se desvía mucho de su valor fundamental, basado en las expectativas racionales de su rentabilidad futura.
 - El precio de muchos activos depende crucialmente de las expectativas de rentabilidad futura lo que lo hace particularmente sensible a la “exuberancia irracional”.
 - El optimismo produce una profecía autocumplida: si todos pensamos que el valor de las casas va a subir, el día de mañana pediremos/pagaremos más por una casa, haciendo que nuestras expectativas (equivocadas) se vean cumplidas.
- Por eso, las burbujas no se pueden predecir.

Etapas inicial: burbuja financiera

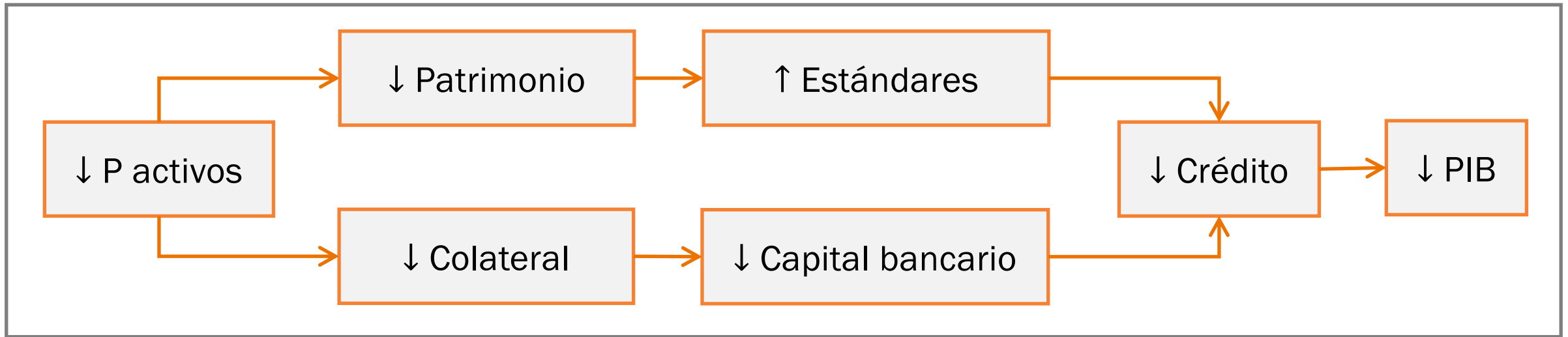
- Antes o después, el precio de los activos se realinea con su fundamental, provocando:
 - Caída en el valor del patrimonio de hogares y empresas:
 - El prestatario tiene menos que perder (menor patrimonio), aumentando sus incentivos a invertir en proyectos con mucho riesgo: mayor riesgo moral.
 - Las entidades financieras responden endureciendo los estándares de crédito.
 - Caída en el valor del activo de los bancos:
 - El valor del colateral que los prestatarios han aportado es menor.
 - Las entidades financieras también poseen estos activos en cartera.
 - Reducen el crédito para recapitalizarse.
- La caída en la oferta de crédito daña la actividad económica... Y se da inicio a la crisis...

Etapa inicial

Boom crediticio



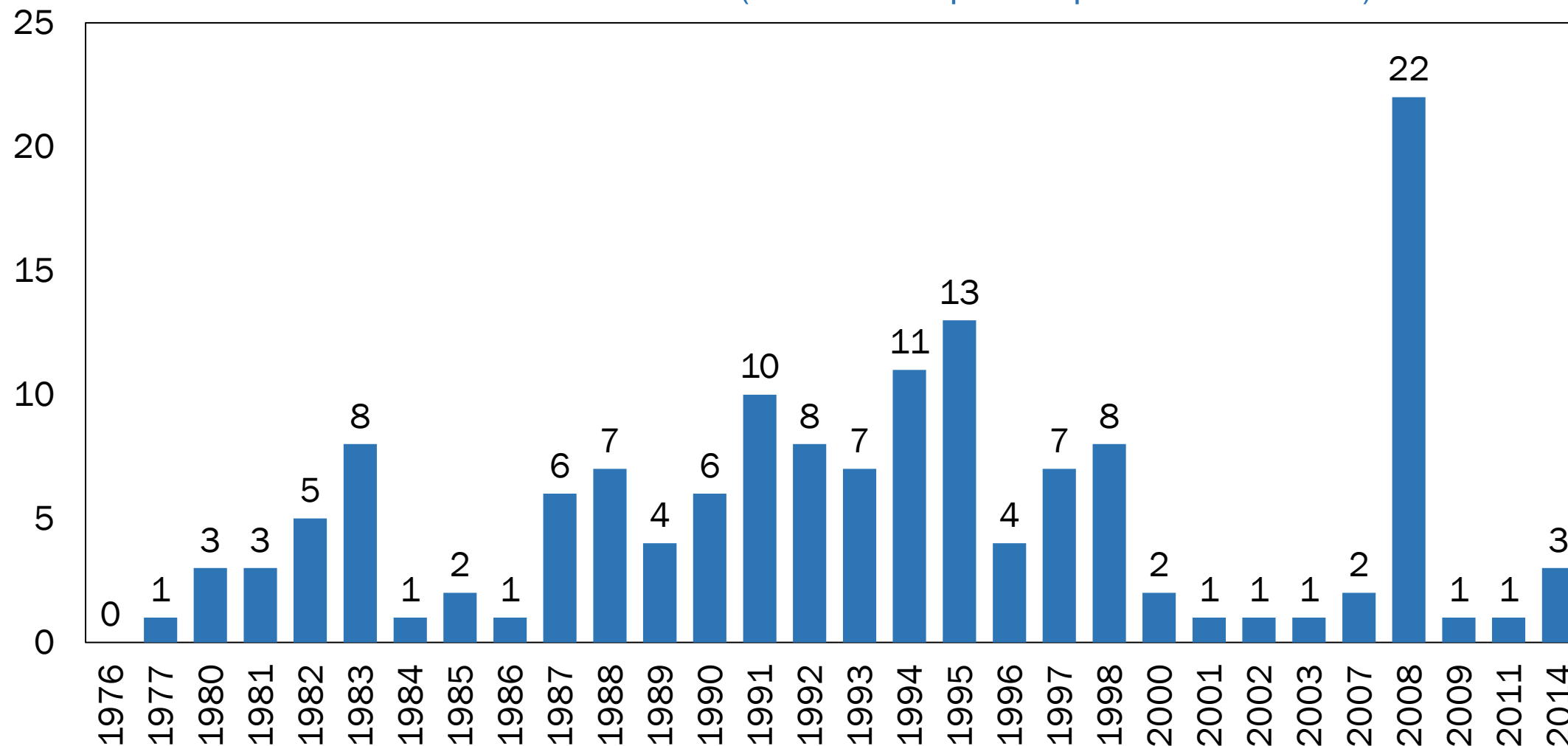
Burbuja financiera



Segunda etapa: crisis bancaria

- Cualquiera que sea el detonante de la crisis financiera, la contracción del crédito que desencadena una caída en la actividad económica, con dos efectos fundamentales:
 - La caída de la actividad económica provoca una **pérdida de renta de hogares y empresas**, que se vuelven incapaces de devolver sus préstamos: **aumento de los impagos**.
 - Caída brusca en el valor de los activos bancarios: el capital bancario se deteriora.
 - La caída de la actividad económica provoca una **caída en los precios de los activos** por el aumento de las ventas, reduciendo el valor del patrimonio de los hogares y de su colateral:
 - Caída brusca en el valor de los activos bancarios: el capital bancario se deteriora.
 - Mayor riesgo moral → Endurecimiento de los estándares de crédito
- Si el shock es suficientemente grande, los bancos se vuelven insolventes ($\text{capital} < 0$) y se produce una crisis bancaria...

Número de crisis bancarias (número de países por año de inicio)

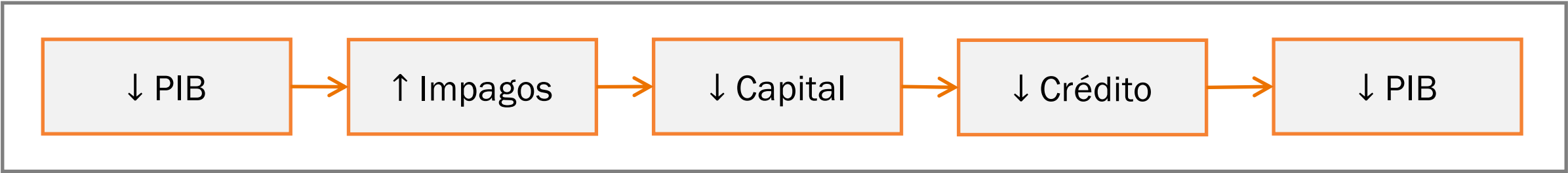


Segunda etapa: crisis bancaria

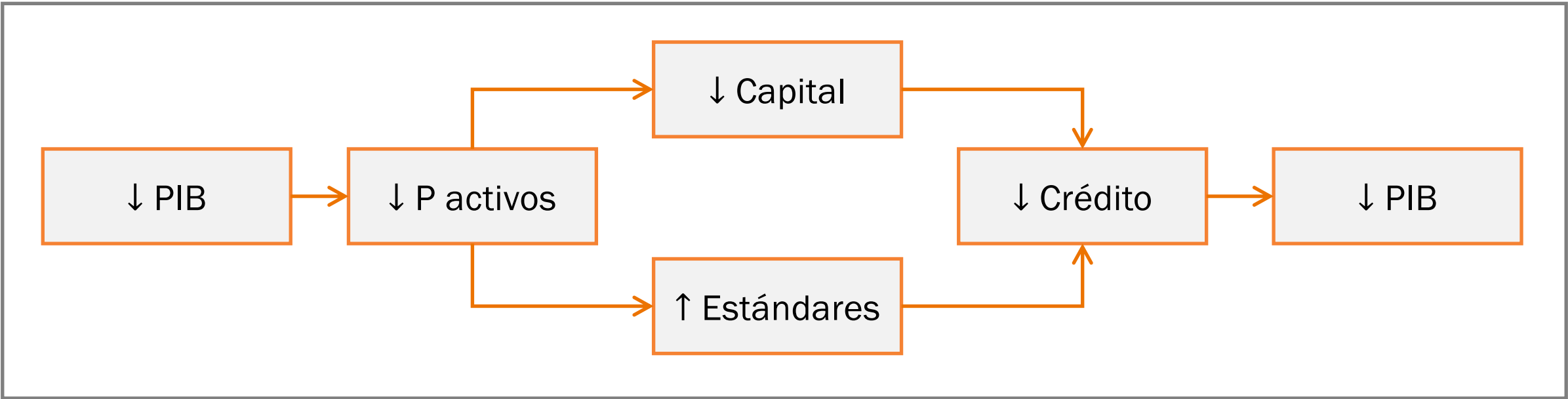
- La descapitalización bancaria genera...
 - Una **mayor necesidad de reducción del crédito** para adecuar sus balances.
 - Una **pérdida de confianza en los bancos**, lo que provoca retirada de depósitos.
 - Los bancos se ven obligados a vender activos de forma apresurada para satisfacer las demandas de sus clientes: *fire sales*.
 - Esta venta apresurada de activos reduce el valor de esos activos, generando una mayor pérdida de capital y, potencialmente, contagiando al resto de los bancos que también tienen esos activos en su balance...
 - y vuelta a empezar
- ... y la crisis se agrava...

Segunda etapa: crisis bancaria

Menor actividad → Menor renta → Mayores impagos



Menor actividad → Caída precios de los activos → Menor crédito



Tercera etapa: aumento de la deuda real

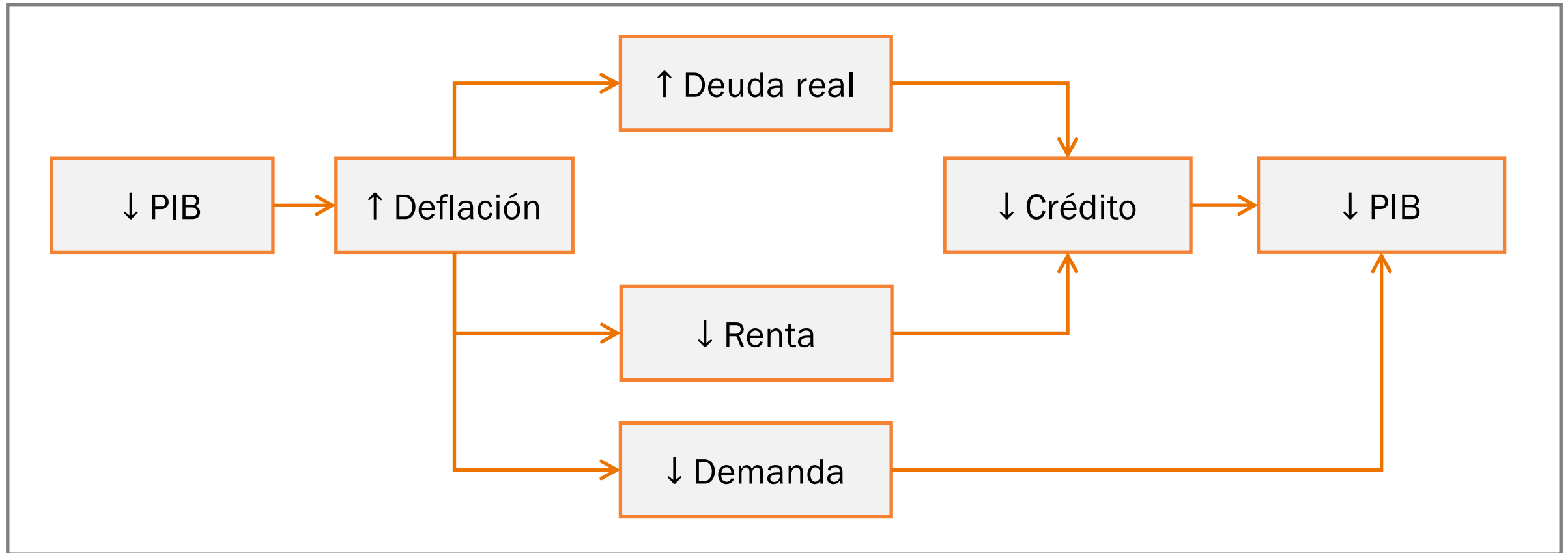
- Una vez que la recesión lleva suficiente tiempo, la inflación empieza a reaccionar a la baja:
 - Un aumento del coste real de los servicios de la deuda:
 - Los agentes ven como crece el coste real de la carga financiera de su deuda
 - La nueva deuda ve incrementado su tipo de interés real ($r_t = i_t - \pi_{t-1}$): Lo normal es que el banco central reduzca los tipos de interés, pero puede no ser suficiente.
 - Caída de los salarios y beneficios:
 - La reducción en el nivel de precios empuja los salarios y los beneficios a la baja, generando una nueva pérdida de renta entre hogares y empresas.
 - Los agentes económicos posponen sus decisiones de consumo/inversión:
 - La caída en los precios empuja a los hogares/empresas a esperar para aprovechar precios menores, reduciendo la demanda y la actividad.

Tercera etapa: aumento de la deuda real

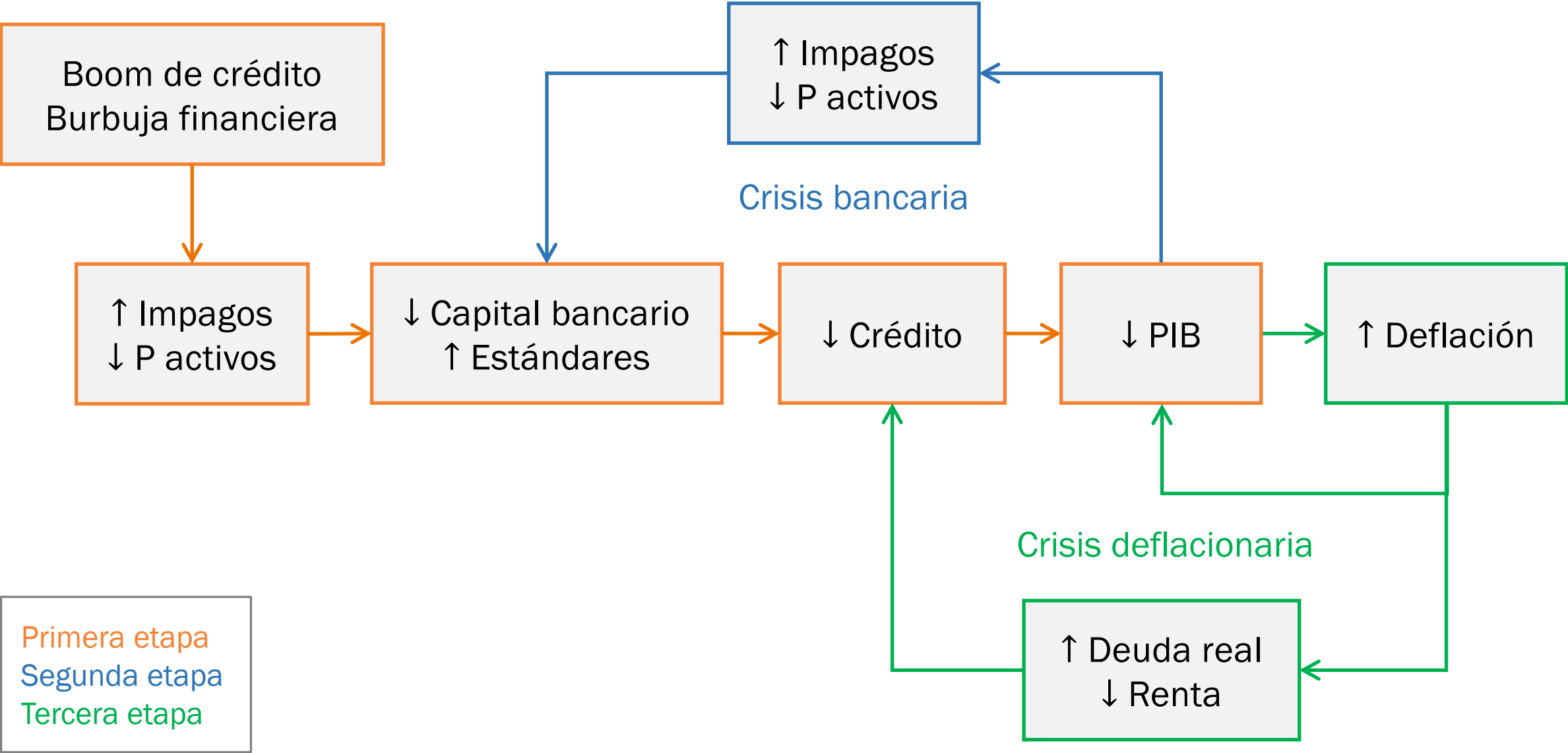
- Los agentes ahora tienen menor renta y una mayor carga financiera:
 - Esto puede generar aumentos en los impagos crediticios, deteriorando capital bancario más y provocando una mayor **restricción de crédito**.
 - La caída en la renta disponible de hogares y empresas empeora los problemas de **asimetría de información**:
 - Es más difícil identificar buenos prestamistas – *Selección adversa*
 - Los prestamistas tienen menos que perder – *Riesgo moral*
- Como respuesta, las entidades financieras **endurecen los estándares de crédito** más.

Tercera etapa: aumento de la deuda real

Menor actividad → Deflación → Menor capacidad de endeudamiento & Menor demanda



Las crisis financieras



El papel de la regulación bancaria

- Las crisis financieras se inician con una caída de la capitalización bancaria que genera una caída en el crédito y, a su vez, una pérdida de actividad económica.
 - Como efecto de segunda ronda, la caída en la actividad reduce de nuevo la capitalización bancaria, lo que induce una nueva reducción del crédito.
 - Si la crisis persiste, la tasa de inflación se reduce, generando un aumento del coste real de la deuda y de la renta real, haciendo que el crédito vuelva a reducirse.
- ¿Qué papel juega la regulación bancaria en todo este proceso?
 - Prevenir los shocks financieros
 - Amortiguar los efectos de un shock financiero
 - Revertir los efectos de segunda ronda

El papel de la regulación bancaria

- Prevenir los shocks financieros

- La regulación financiera busca evitar que aparezcan shocks financieros como el boom crediticio (y su pinchazo) y la burbuja financiera (y su pinchazo).
- ¿Cómo? Dos métodos:
 - **Boom crediticio**: cuando el crédito crece en relación al PIB, los requerimientos de capital aumentan, frenando el crecimiento del crédito: colchón de capital anticíclico.
 - **Burbuja financiera**: cuando un crédito es elevado en relación al valor de su colateral (*loan-to-value*) el requerimiento de capital sobre ese crédito es mayor.

El papel de la regulación bancaria

- Amortiguar los efectos de un shock financiero
 - Si la regulación no consigue impedir la aparición del shock financiero, su objetivo pasa a ser que la solvencia de los bancos no se vea (muy) afectada.
 - ¿Cómo? La regulación financiera impone la necesidad de acumular cierta cantidad de capital que sea capaz de absorber las pérdidas generadas por el aumento de los impagos y la caída en el precio de los activos.
- Revertir los efectos de segunda ronda
 - La pérdida de capital obliga a los bancos a reducir aún más su crédito, agravando la crisis. La regulación busca cortar este círculo vicioso: $\downarrow \text{crédito} \rightarrow \downarrow \text{PIB} \rightarrow \downarrow \text{crédito} \rightarrow \dots$
 - ¿Cómo? Cuando el crédito cae (por efecto del shock financiero), los requerimientos de capital se reducen, frenando la caída del crédito: colchón de capital anticíclico.

Efectos de una crisis financiera

- ¿Qué efectos tiene una crisis financiera? En el corto plazo...
 - Como en cualquier crisis económica, la crisis financiera genera pérdida de renta de los hogares, aumento del desempleo, destrucción de empresas, etc.
 - A diferencia de otro tipo de crisis, las recesiones que tienen un origen financiero suelen experimentar procesos de recuperación más largos y costosos:
 - La confianza es costosa de recuperar: el sistema bancario tarda tiempo en recuperar su capacidad plena de movilizar recursos entre ahorradores e inversores.
 - La disponibilidad de crédito es fundamental en la recuperación económica:
 - El crecimiento del PIB durante la recuperación de una crisis financiera es, en media, un 30% menor que durante una recuperación económica “normal” (*).

Efectos de una crisis financiera

- ¿Qué efectos tiene una crisis financiera? En el largo plazo...
 - Las crisis que tienen su origen en el mercado financiero (caracterizadas por una disminución drástica en el crédito) pueden tener efectos sobre el crecimiento económico:
 - La falta de crédito hace que las empresas dejen de llevar a cabo proyectos de inversión rentables, y particularmente, proyectos de I+D.
 - Además, la respuesta pública ante crisis financiera suele generar mayor deuda pública:
 - Como en cualquier crisis, el gasto público se eleva para hacer frente a los mayores gastos sociales (subsidio por desempleo)
 - Pero, además, en muchas ocasiones el Estado tiene que afrontar el coste de reestructuración del sistema bancario: quiebras, rescates, etc.
 - La (mayor) deuda pública drena recursos de la inversión privada, lo que recude la acumulación de capital y compromete el crecimiento.

- Las crisis financieras tienen tres etapas fundamentales:
 - Etapa inicial: mayor tasa impago o caída en precio de activos que reduce capital bancario.
 - Crisis bancaria: pérdida de actividad real que genera una mayor reducción crediticia.
 - Crisis deflacionista: caída de la inflación que reduce el margen de endeudamiento.
- La regulación tiene instrumentos (¿suficientes?) para evitar la aparición de shocks y, si se producen, su coste en términos de capital bancario (etapa inicial), así como para evitar los efectos de segunda ronda (segunda etapa).
- A diferencia de otro tipo de crisis...
 - Las crisis financieras suelen tener procesos de recuperación más lentos.
 - Suelen generar un mayor coste en términos de deuda pública.

Esquema

1. Las crisis financieras en las economías avanzadas
2. La crisis financiera de 2008
 - Orígenes de la crisis financiera.
 - ¿Qué hizo que esta crisis fuera diferente?
 - El estallido de la crisis y sus efectos económicos.
3. Las crisis financieras en las economías en desarrollo

Introducción

- La crisis financiera de 2008 fue la mayor crisis financiera experimentada en las economías desarrolladas desde el crack del 29.
- Se originó en EE.UU. entre 2007 y 2009, pero pronto se trasladó al resto del mundo.
 - Su impacto fue especialmente grave en Europa donde dio lugar a la Crisis de Deuda Europea, la mayor amenaza al proyecto del euro desde su creación.
- Como en muchas otras crisis financieras, la Gran Recesión tuvo su origen en un boom crediticio y una burbuja del precio de la vivienda.
- ¿Qué provocó estos desequilibrios? 4 causas fundamentales...

Las causas de la crisis financiera

1. Laxitud en la política monetaria:

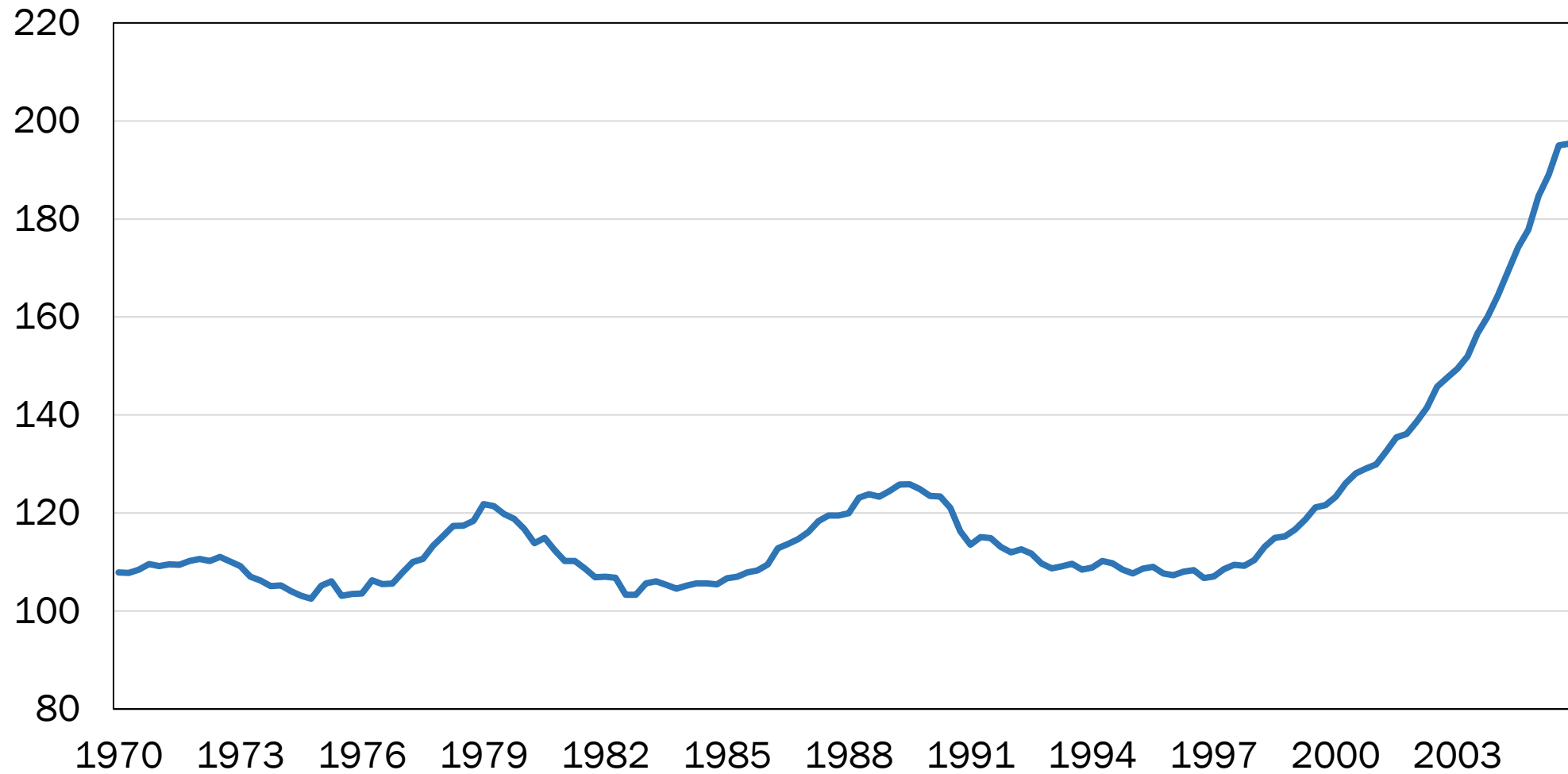
- La economía americana había sufrido la crisis de las “punto-com” entre 1995 y el 2000, y los mayores atentados terroristas de la historia el [11 de septiembre de 2001](#).
- La Reserva Federal redujo los tipos de interés del 6.5% al 1% entre 2000 y 2003.
- El mercado financiero experimentó un gran aumento de liquidez que se destinó, en gran medida, al mercado hipotecario.
 - La deuda pública de muchos países ofrecía tipos de interés muy bajos por el alto crecimiento económico que casi todas las economías avanzadas estaban experimentando

Las causas de la crisis financiera

2. Incremento en el precio de la vivienda e hipotecas *subprime*:

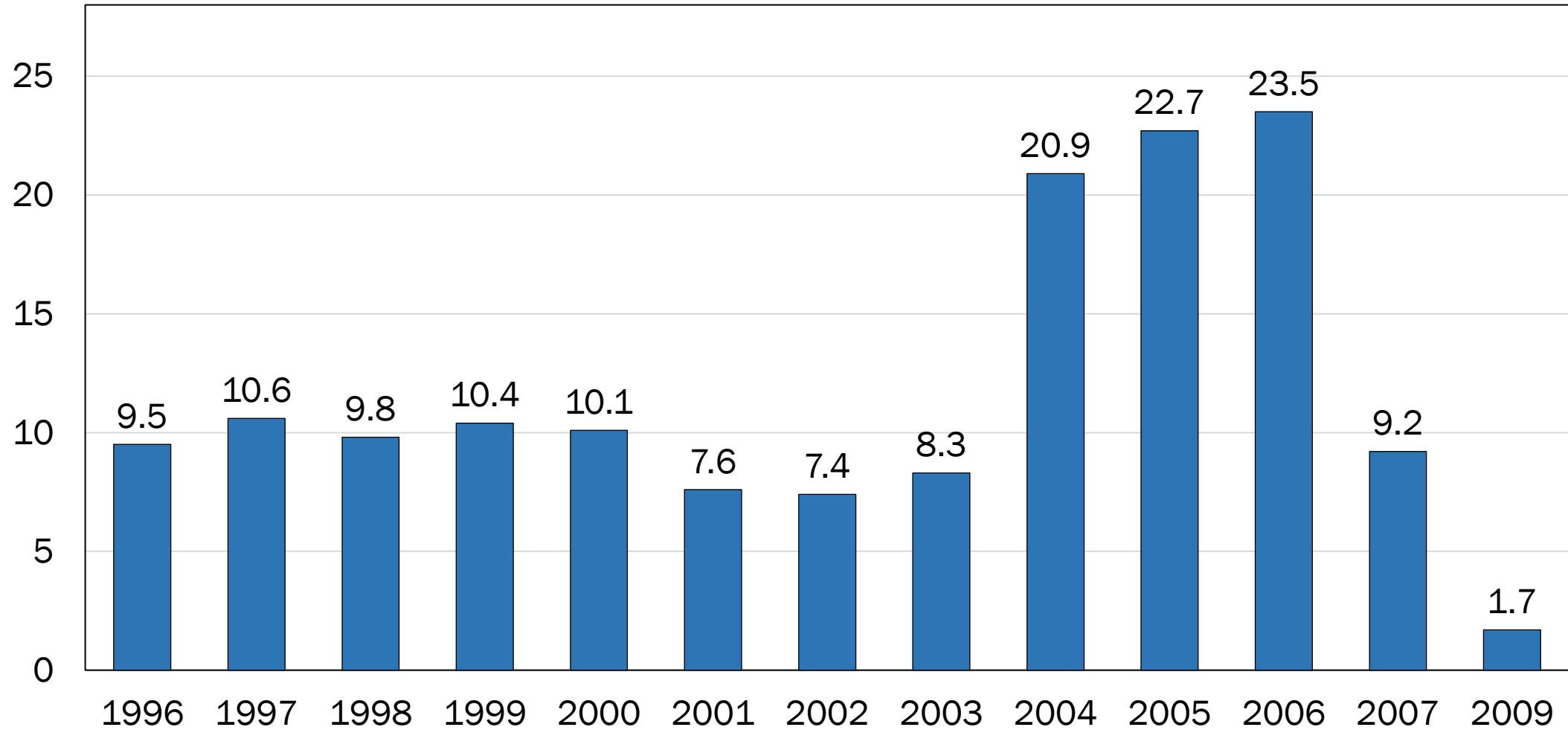
- En EE.UU., el precio de la vivienda creció un 30% durante los 5 años que precedieron a la crisis, similar al que se observó durante las últimas 5 grandes crisis financieras.
Finlandia (1991), Japón (1992), Noruega (1987), Suecia (1991), España (1977).
- El elemento diferenciador fue quién accedió al crédito: hogares con bajos ingresos bajos, sin activos y, en muchos casos, sin trabajo.
 - Las hipotecas basura pasaron de representar un 10% de las hipotecas en los años anteriores a 2003 a suponer más de un 20% en los años 2004–2006.
 - Más que un boom inmobiliario podríamos hablar de un «boom de riesgo»: el «precio» del riesgo se desplomó

Índice Shiller del precio de la vivienda



Las causas de la crisis financiera

% de las hipotecas *subprime* sobre todas las hipotecas emitidas



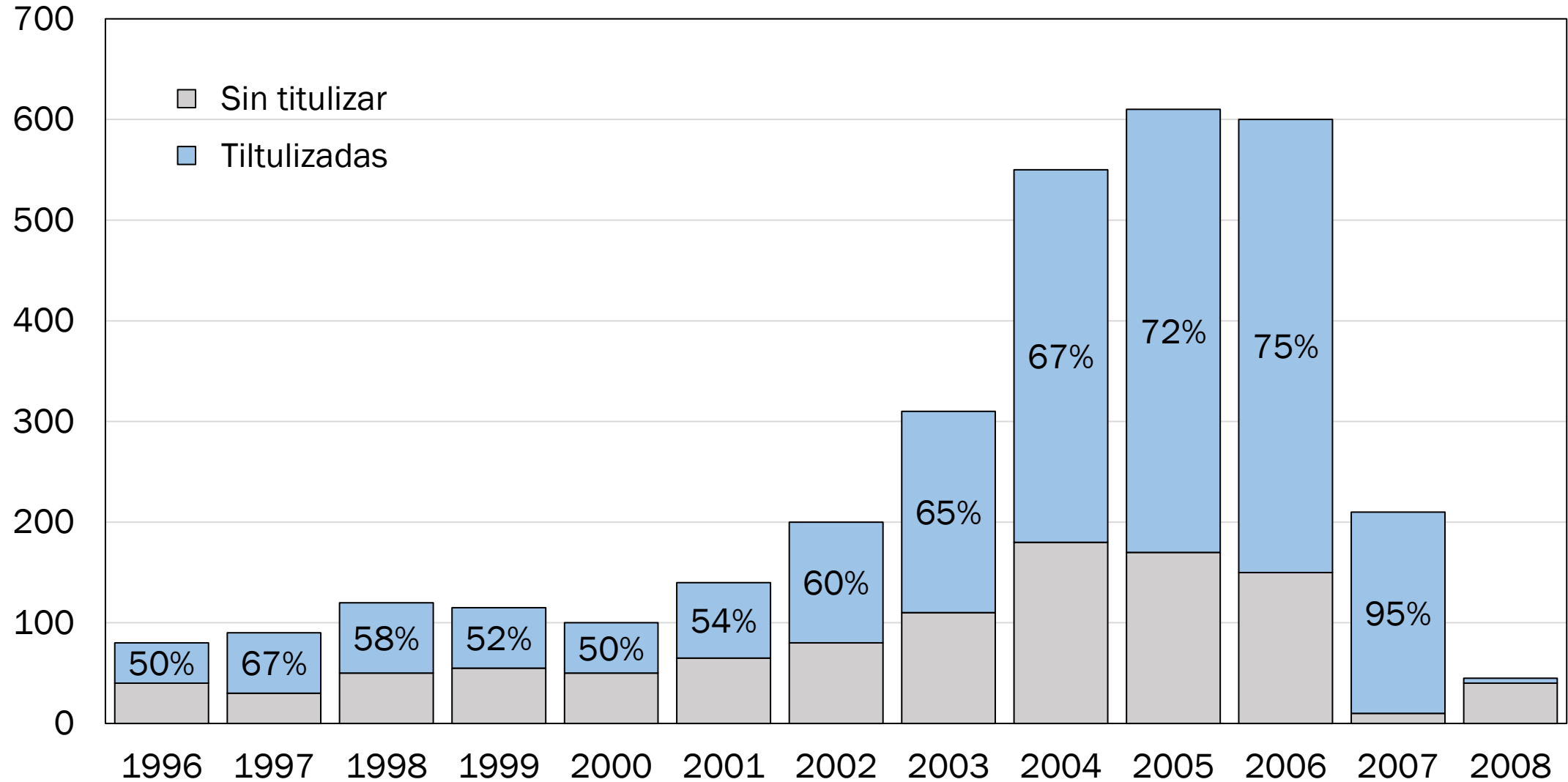
Las causas de la crisis financiera

3. Desregulación e innovación financiera

- Dos (relativamente nuevos) instrumentos financieros permitían a los bancos desprenderse del riesgo asociado a las hipotecas subprime:
 - Los CDO (collateralized debt obligation) y los MBS (mortgage-backed securities): paquetes de deuda que se instrumentan a través de un SPVs (special purpose vehicles) y cuyas participaciones se vendían en el mercado.
 - Los CDS (credit default swaps): contratos de seguros ante el impago que crecieron de manera exponencial, alcanzando un 100% del PIB mundial en 2007.
- Las hipotecas *subprime* pasaron de representar un volumen de 100.000 M\$ a más de 700.000 M\$ gracias a la titulización.

Las causas de la crisis financiera

Volumen de las hipotecas subprime (en miles de millones)



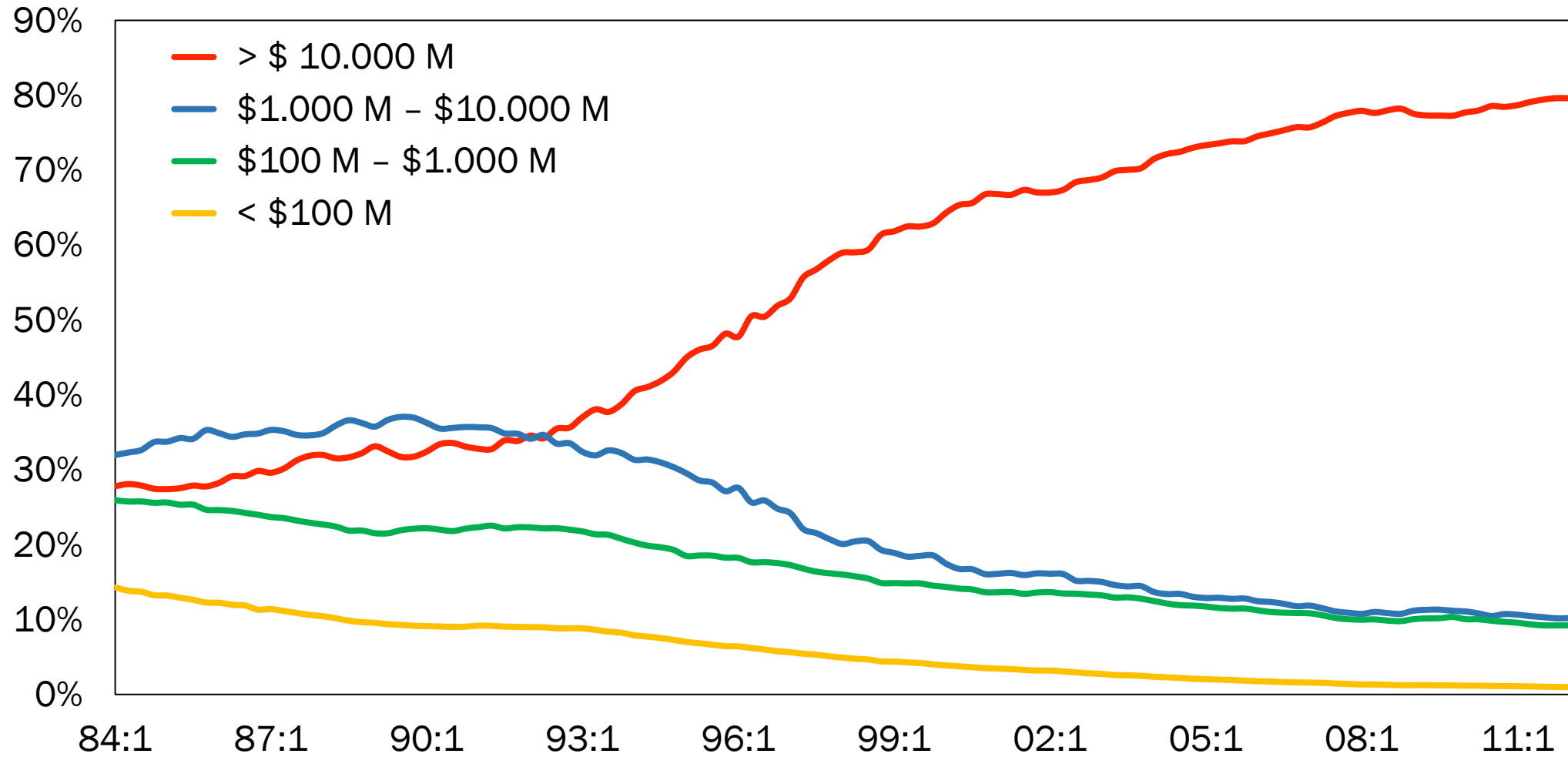
Las causas de la crisis financiera

4. Triple problema de incentivos:

- Todo lo anterior solo es posible si las entidades financieras tenían suficientes incentivos a asumir un riesgo (muy) excesivo. ¿Por qué fue el caso? Tres problemas de incentivos:
 - **Prácticas retributivas** en el sector bancario: los directivos percibían buena parte de su retribución en acciones del propio banco → incentivos cortoplacistas.
 - Oligopolio en la **calificación crediticia**: esta actividad estaba dominada por tres agencias, y desde el año 2000, quien pagaba era quien emitía el activo (CDO, MBS, etc), y no por los inversores → ¿para qué morder la mano que me da de comer?
 - La **creciente concentración bancaria**: los grandes bancos suponían el 27% de los activos bancarios en el 87, y más del 70% en 2005 → “Too big to fail”

Las causas de la crisis financiera

% de los activos total, según tamaño del banco

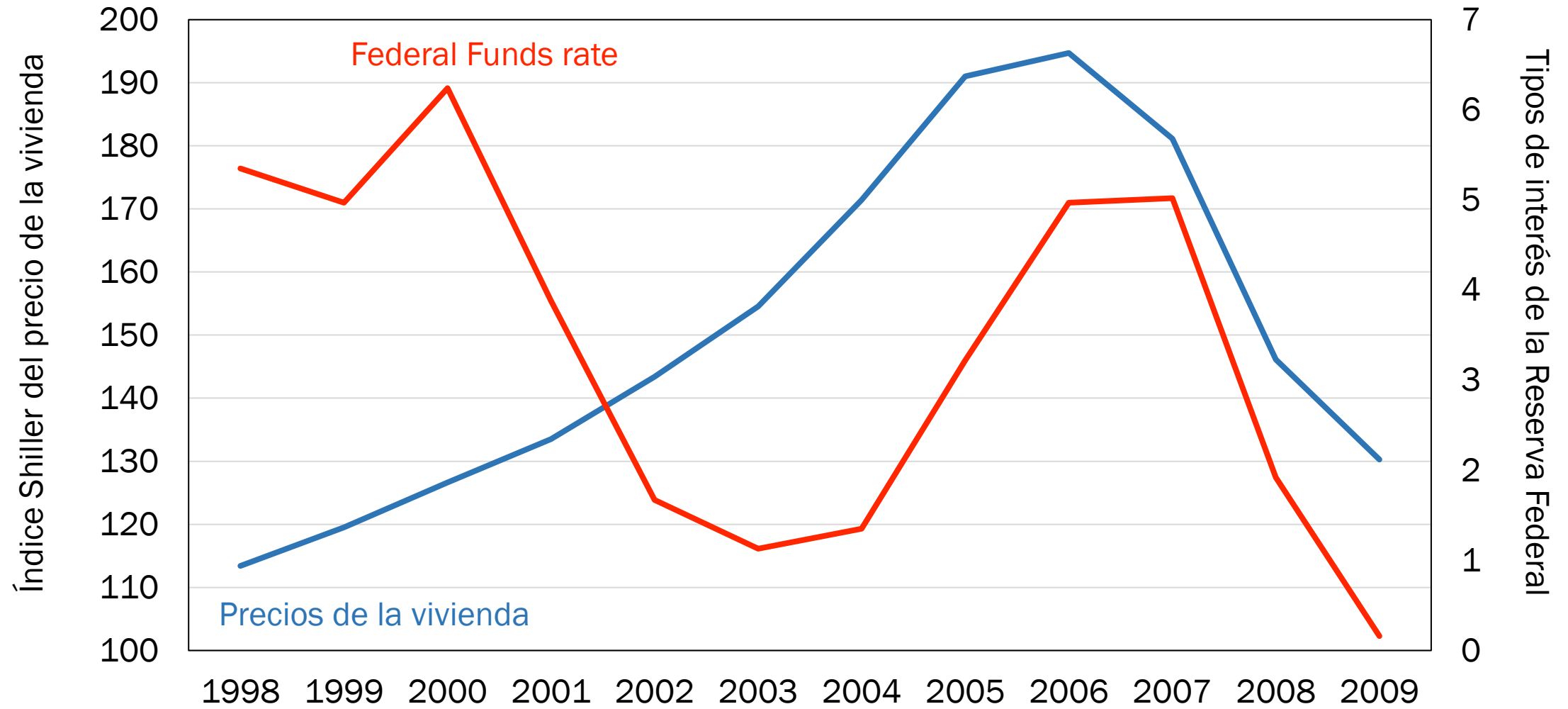


Las causas de la crisis financiera

- Resumiendo: la crisis se generó por el estallido de una burbuja inmobiliaria y de crédito que se generó por el efecto combinado de 4 factores clave:
 - Tipos de interés bajos, que fomentó el apalancamiento y que aumentó la liquidez.
 - El aumento de los precios de la vivienda que “redujo” el riesgo (percibido) de las hipotecas y facilitó el acceso al crédito hipotecaria a familias sin recursos.
 - El desarrollo de nuevos instrumentos financieros que permitió que las hipotecas *subprime* no perjudicase (aparentemente) los balances bancarios a través de la titulización.
 - Incentivos perversos de agentes clave: ejecutivos bancarios, agencias de calificación crediticia y gobierno (presionado por entidades cada vez más grandes).

El estallido de la crisis

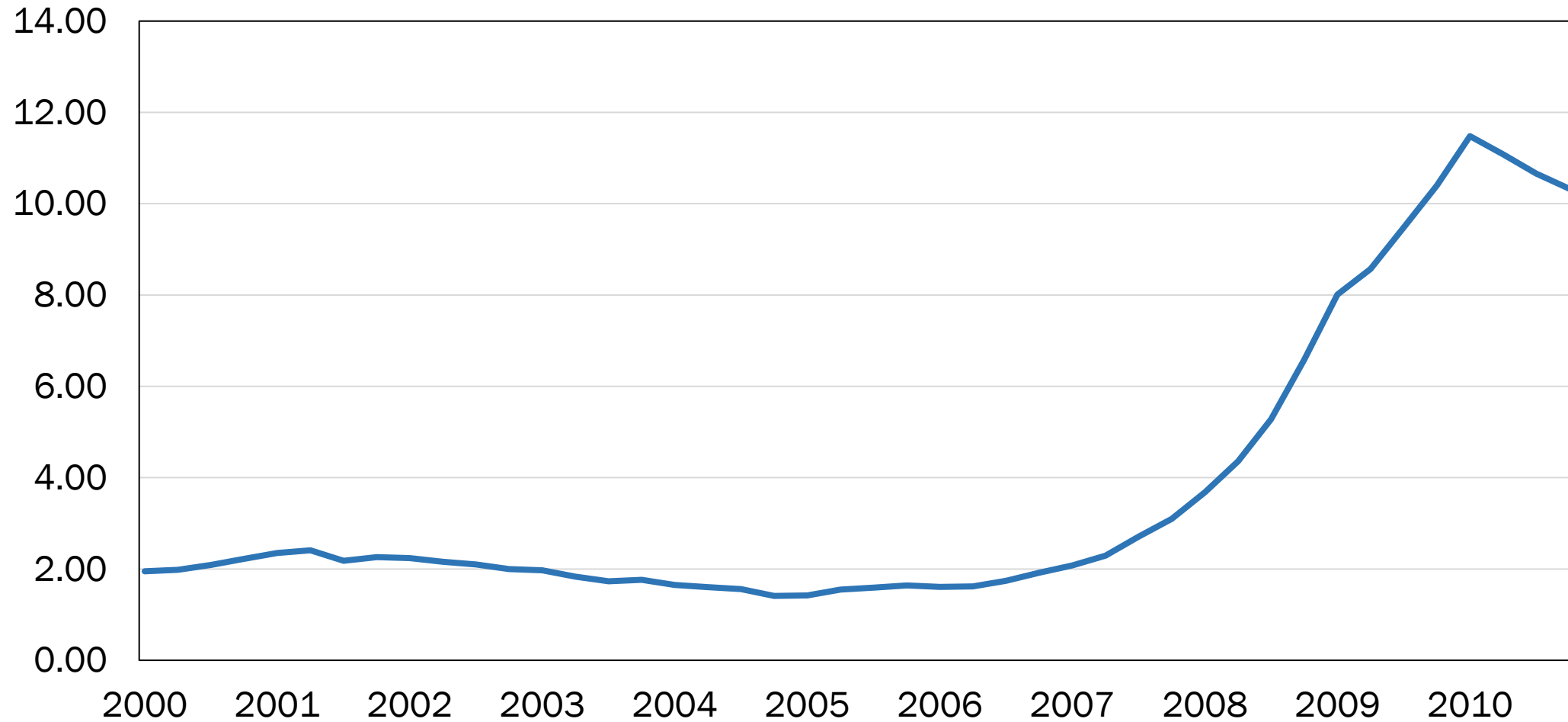
- Visto desde hoy, parece que el negocio hipotecario era una locura, pero...
 - El sostenido crecimiento de los precios hacía que, en caso de impago, los bancos pudiesen recuperar los fondos (y obtener beneficios) vendiendo el inmueble.
 - El desarrollo de los CDS añadía mayor sensación de seguridad sobre este negocio.
 - La titulización de activos hipotecarios permitió un rápido crecimiento del crédito, permitiendo un aumento del empleo y la producción.
- Había “garantías” (CDS, CDOs con AAA, etc) y a la economía le venía bien, ¿qué había de malo?
 - Todo el negocio dependía de que los precios de la vivienda siguieran creciendo.
 - Pero había una burbuja.... Y pinchó.



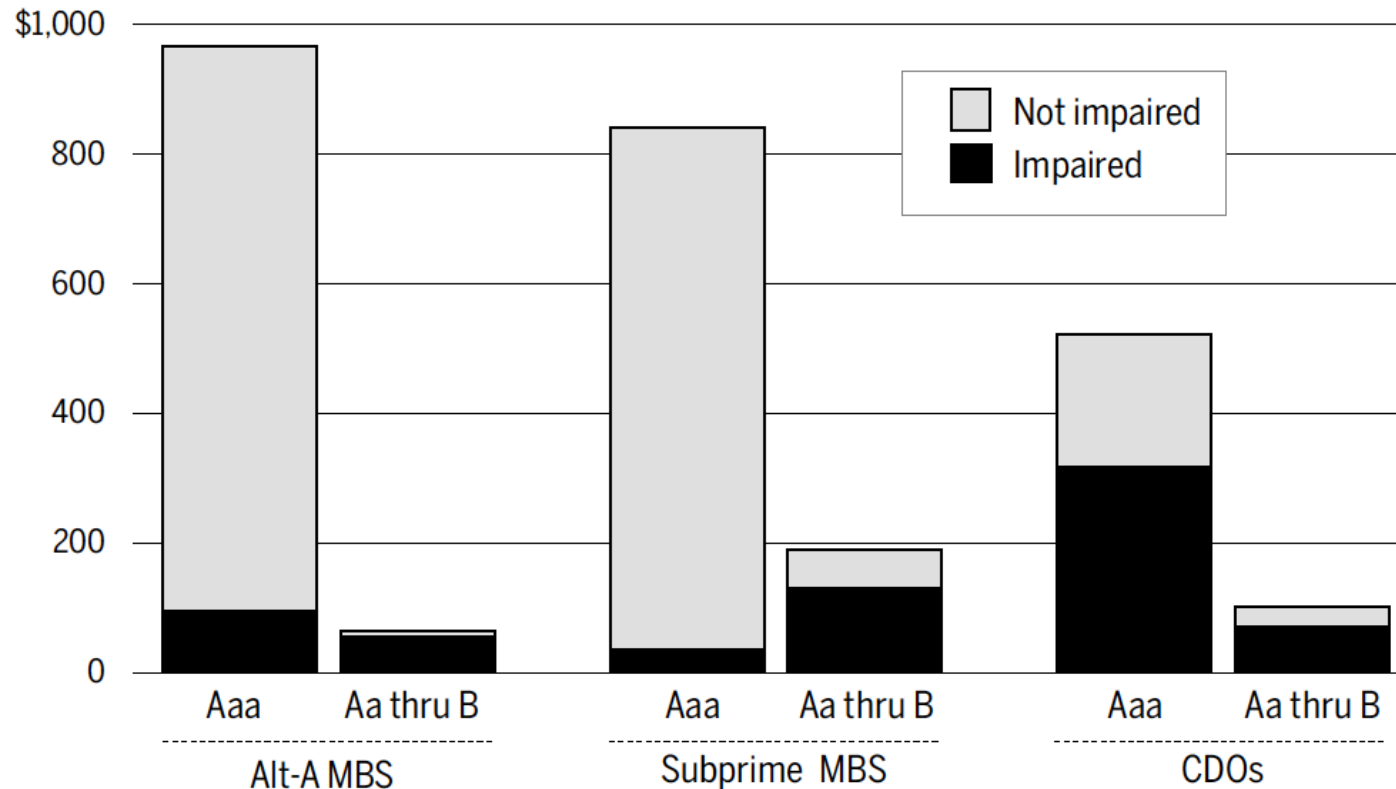
El estallido de la crisis

- ¿Por qué se detuvo el crecimiento de los precios de la vivienda?
 - Los tipos de interés estaban al alza desde 2004, frenando la demanda de vivienda y el mercado no fue capaz de absorber más activos inmobiliarios.
 - Esto es un ejemplo de shock al precio de los activos, que discutimos en el tema 7.
 - Muchas hipotecas basura (y de las buenas) ofrecían una cuota reducida durante los primeros años y muchos empezaron a ver que tendrían que pagar la cuota completa.
 - Los hogares con bajos ingresos no fueron capaces de pagar la cuota completa.
 - Sus viviendas volvían al mercado → el precio de la vivienda se reduce
- Este descenso en el precio de la vivienda llegó a hacer que la deuda pendiente de muchos hogares fuese mayor que el valor de la vivienda. ¿por qué seguir pagando?
 - Los impagos aumentaron y las hipotecas dejaron de ser “tan” seguras...

Tasa de impagos de las hipotecas



Volumen (en miles de M\$) de títulos recalificados como “basura”

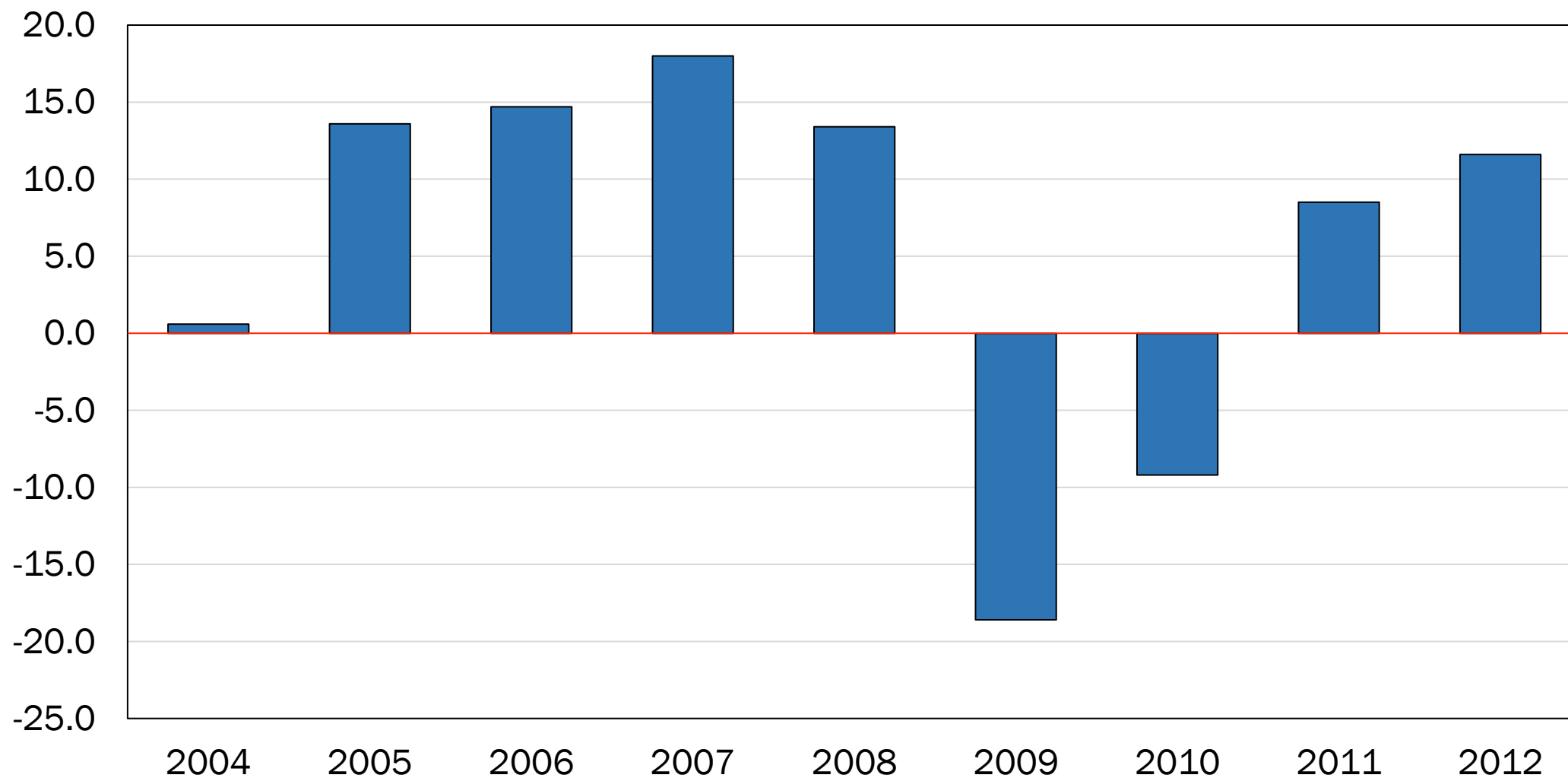


- Muchos CDO y MBS con hipotecas *subprime* vieron su calificación crediticia caer bruscamente.
- Esto también paso entre aquellos que originalmente se habían calificado con AAA, especialmente entre los CDOs.
- ¡Más de la mitad de los CDOs con AAA pasaron a ser basura!

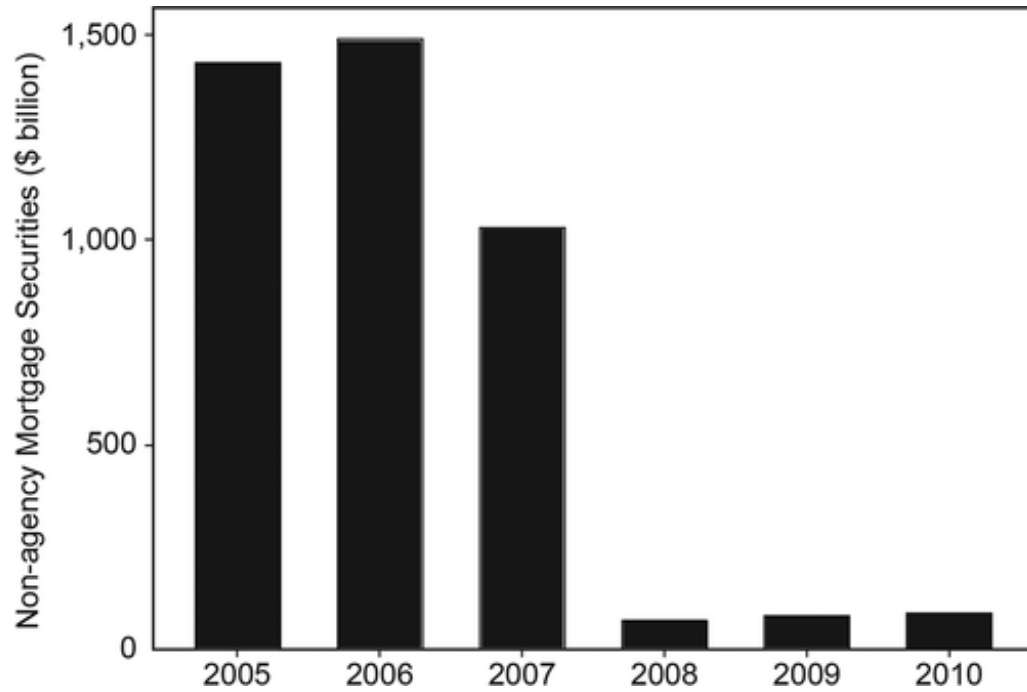
El estallido de la crisis

- El incremento de impagos provocó un gran agujero en muchas entidades financieras: en 2007, y antes de que llegase el verano, ya habían quebrado 5 bancos especializados en hipotecas, incluyendo al mayor proveedor de hipotecas subprime (Ameriquest Mortgage).
- Y la tormenta solo había empezado... En 2008:
 - 01/04 – Bear Stearns: banco de inversión rescatado por la FED y adquirido por JP Morgan
 - 07/09 – Fannie Mae y Freddie Mac: agencias públicas que se dedicaban a financiar hipotecas.
 - 14/09 – Merrill Lynch: comprado por Bank of America días antes de quebrar
 - 16/09 – American International Group (AIG): entidad de seguros que vendió enormes cantidades de CDS que no fue capaz de afrontar, rescatado por la FED.
 - 17/09 – Lehman Brother: banco de inversión que a principios de septiembre había perdido el 73% de su valor, y que quebró tras no fructificar su venta a Bank of America y Barclays

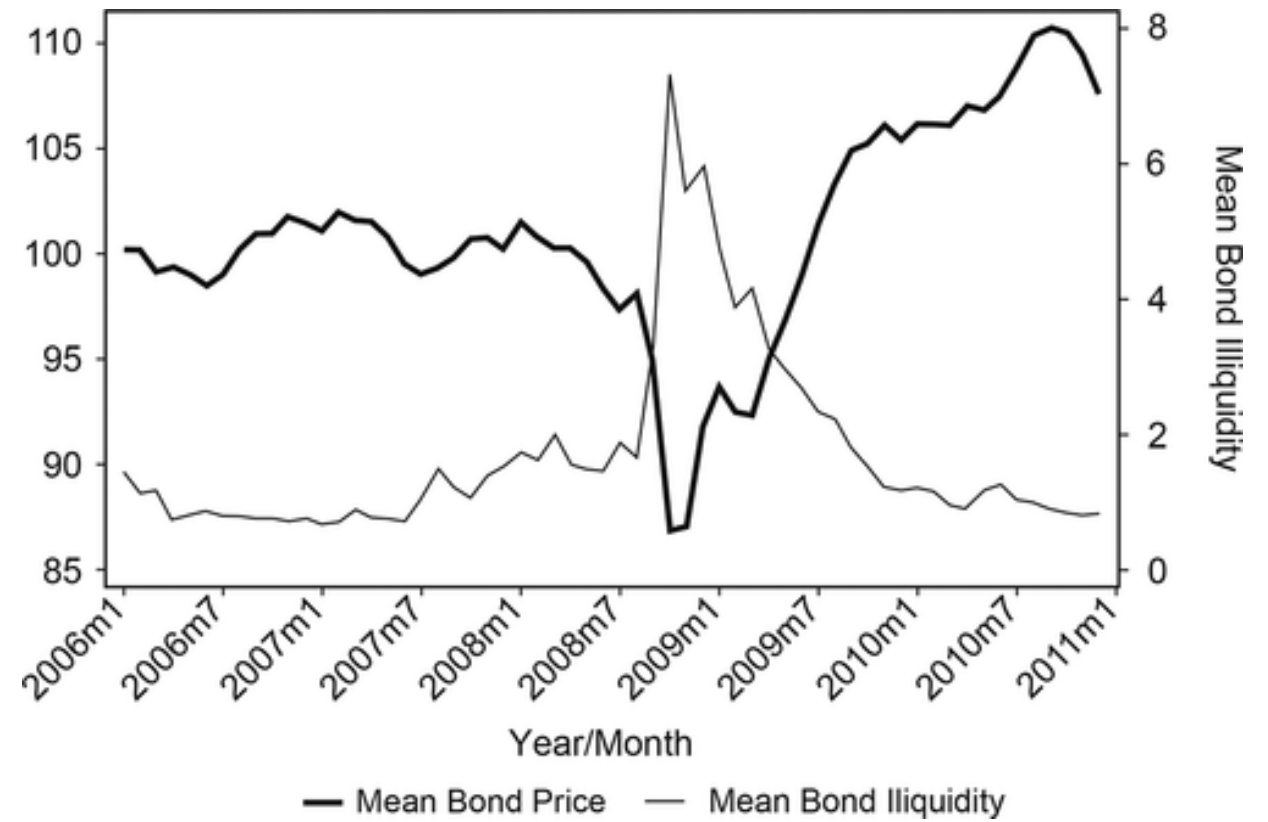
Tasas de crecimiento de los créditos concedidos, EEUU



Activos hipotecarios no respaldados



Precio y liquidez de los bonos



Los efectos de la crisis

- La crisis financiera congeló el mercado de crédito de EEUU, lo que provocó un enorme coste en términos de economía real:
 - La tasa de desempleo paso del 4.5% en verano del 2007 a más del 9% a finales del 2009
 - El PIB paso de crecer al 4.8% en 2007 a caer un 0.7% en 2008.
 - La tasa de inflación pasó a ser negativa en 2009.
- En total, se estima que los costes para la economía de EEUU ascendieron a un 30% del PIB potencial: el PIB podría haber sido un 30% superior al que fue.
- Poniendo todo en conjunto, parece que las consecuencias de la crisis financiera no fueron tan graves (comparándolos, por ejemplo, con el crack del 29). Entonces. ¿por qué tanta atención?
 - La crisis financiera se trasladó rápidamente a otros países del mundo, con mayor coste.

Los efectos de la crisis

- El área del mundo más afectado fue, sin duda, la Europa.
 - Por un lado, muchos bancos británicos tuvieron problemas como consecuencia de su participación en el mercado de hipotecas subprime.

Por ejemplo, el banco británico HBOS tuvo que ser rescatado 1 día después de la caída de Lehman Brothers.
 - Pero el principal problema fue la congelación de los mercados financieros internacionales.
- La crisis financiera en EEUU demostró que el mercado financiero internacional llevaba años envuelto en negocios poco monitorizados, y la confianza desapareció.
- A esto se unió la burbuja inmobiliaria en algunos países europeos: España, Irlanda.

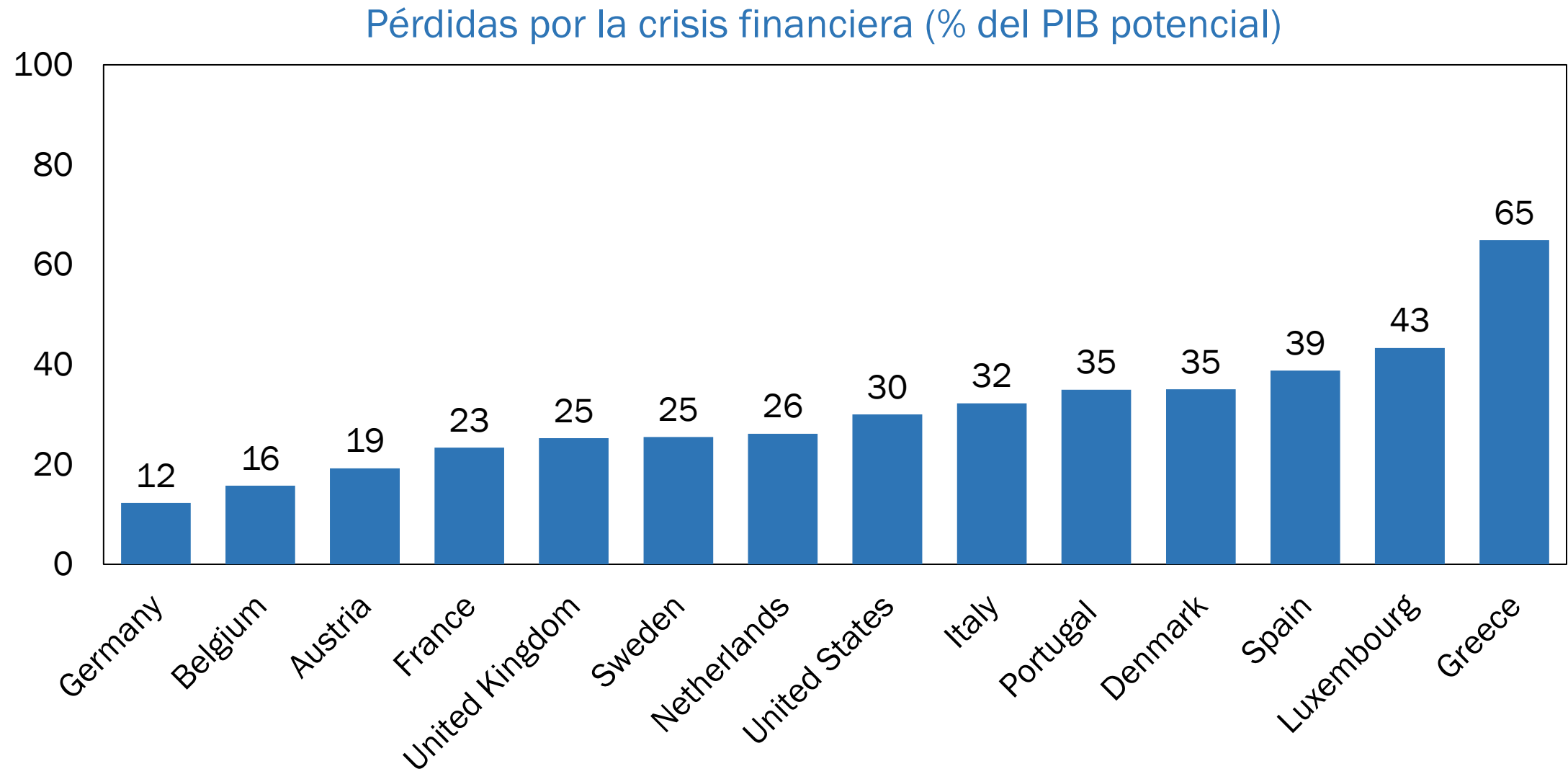
Los efectos de la crisis

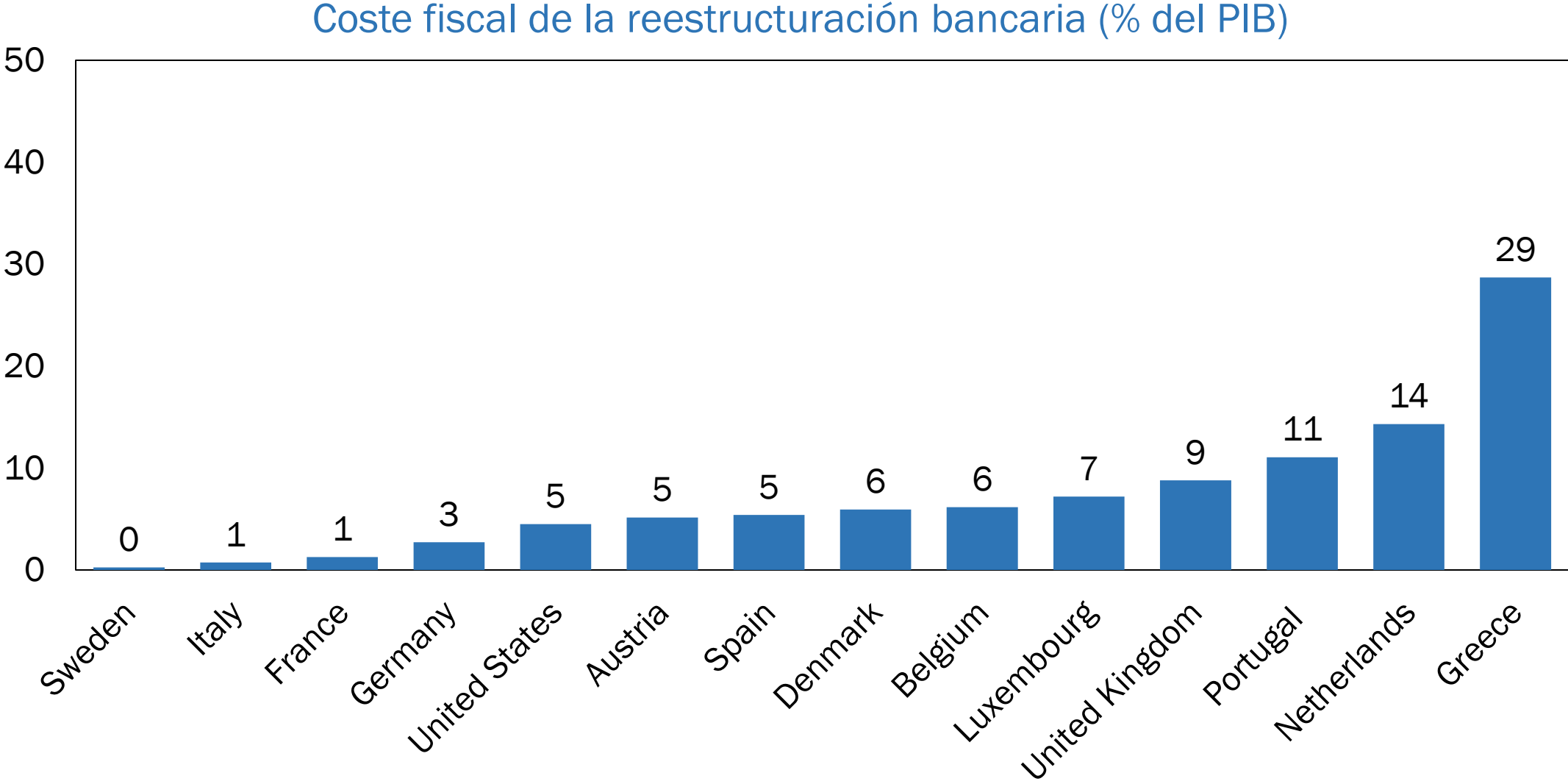
- En ese clima de escepticismo, los inversores internacionales empezaron a elevar el tipo de interés que demandaban a los Estados europeos, y pasaron a monitorizar las cuentas públicas con mayor intensidad...

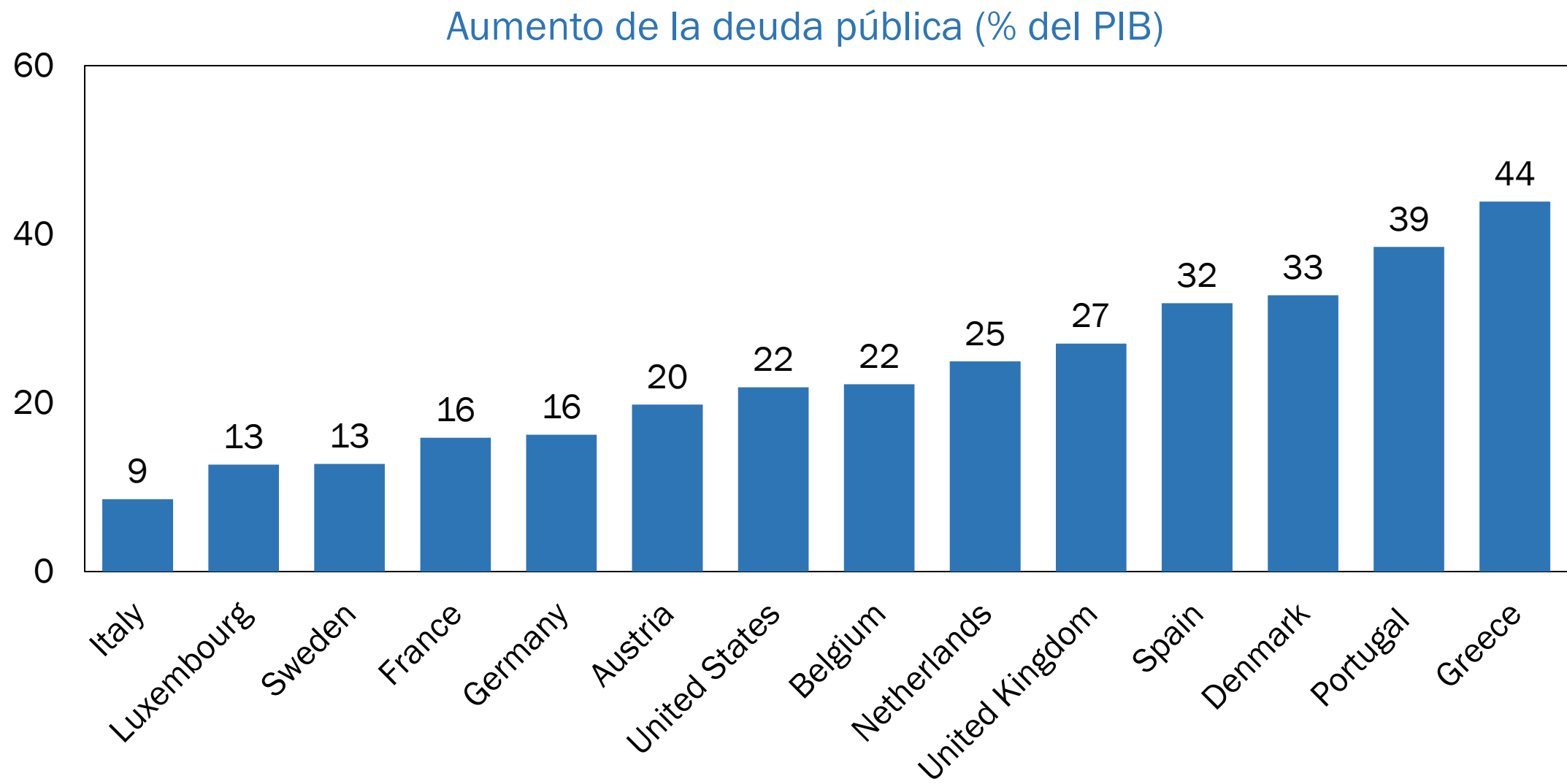
... y ¡sorpresa! Grecia llevaba años falseando sus cuentas públicas para poder cumplir los requisitos de adhesión al Euro: su déficit era 3 veces superior al declarado.
- La burbuja inmobiliaria en España e Irlanda estalló, y el crédito se congeló.
- Consecuencias: el sistema bancario europeo entró en una grave crisis
 - Muchos bancos griegos, alemanes o chipriotas tenían una gran cantidad de deuda pública griega (ahora considerada basura).
 - Muchas entidades financieras en España entraron en situación de insolvencia por el pinchazo de la burbuja financiera.

Los efectos de la crisis

- La crisis bancaria se transformó en una crisis de deuda soberana que hizo crecer los tipos de interés de la deuda pública de una forma exponencial.
- El ejemplo de España:
 - Pincha la burbuja inmobiliaria dañando el capital bancario.
 - Esto provoca una crisis económica que genera un aumento del déficit público (subsidios por desempleo, menor recaudación tributaria, etc.) → Más intereses s/ deuda
 - El valor de la deuda española se reduce, lo que daña aún más el capital de los bancos, que poseían una gran cantidad de deuda española.
 - La posibilidad de que el sistema bancario necesite ser rescatado genera expectativas de empeoramiento de la situación financiera del país → Más intereses s/ deuda.
 - Y así sucesivamente... hasta que el rescate fue necesario.







- La crisis de 2008 fue la mayor crisis financiera desde el crack del 29. ¿Orígenes?
 - Política monetaria laxa.
 - Rápido crecimiento del valor de la vivienda.
 - Innovación financiera que permitió el apalancamiento.
 - Concentración bancaria que → Conflicto de intereses.
- El cambio en la política monetaria en 2005 «pinchó» la burbuja, generando enormes pérdidas en el sector financiero y una crisis de confianza sin precedentes.
- La crisis financiera de EEUU arrastró al mundo entero, provocando la Crisis de Deuda Soberana en Europa unos pocos años después.

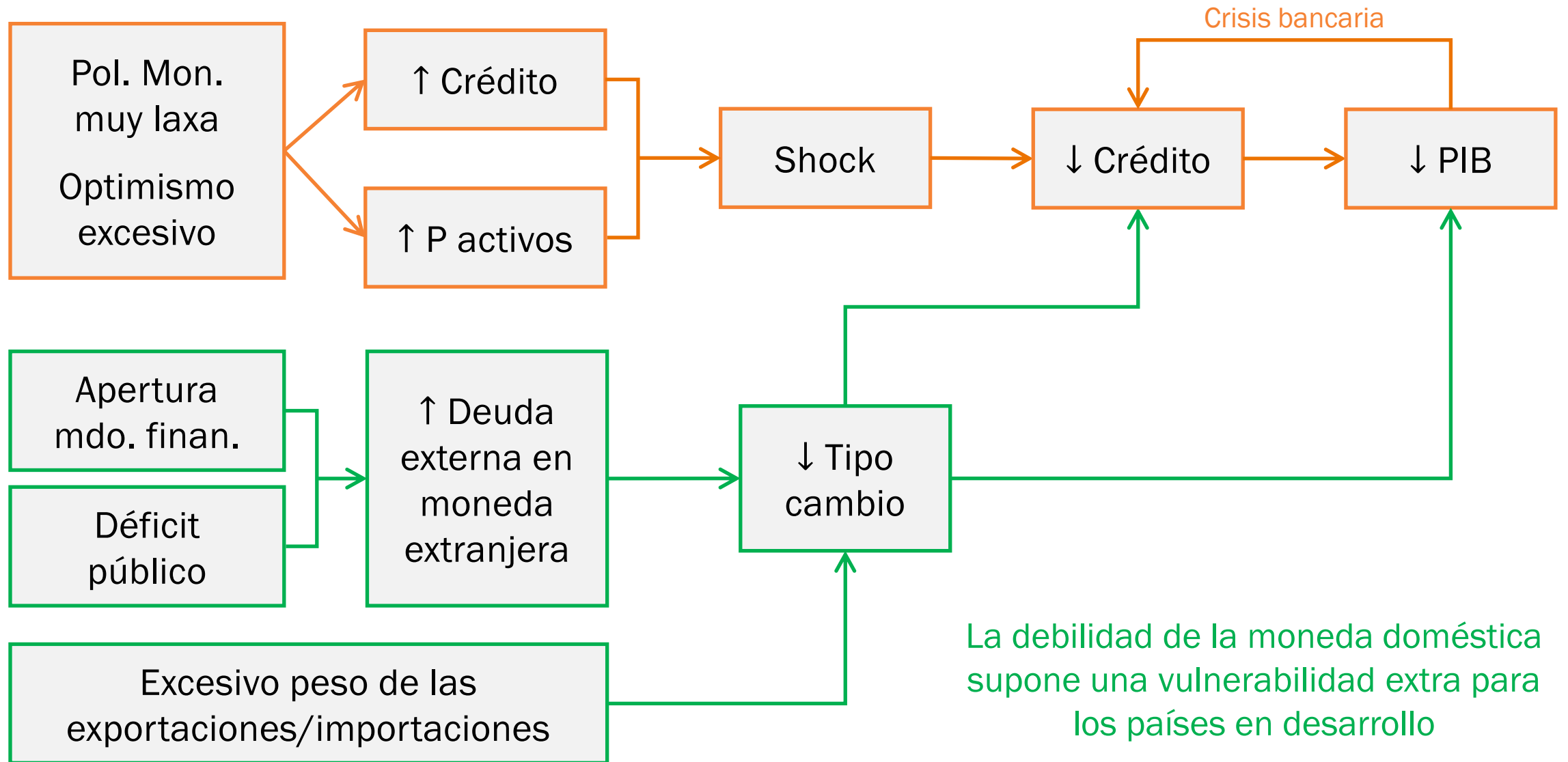
Esquema

1. Las crisis financieras en las economías avanzadas
2. La crisis financiera de 2008
3. Las crisis financieras en las economías en desarrollo
 - Diferencias respecto a las crisis en una economía avanzada
 - Las crisis cambiarias
 - Un ejemplo: La crisis de Corea del Sur de 1997–1998

Introducción

- En la primera parte de este tema hemos visto las **etapas características de una crisis financiera** en una economía avanzada. Fundamentalmente:
 1. **Shock financiero**: un aumento exagerado en el crédito/precio de los activos acaba generando una reducción del crédito que provoca una recesión.
 - Aumento de los impagos o desplome de los precios de los activos.
 2. **Crisis bancaria**: la recesión genera pérdidas en la capacidad financiera de los agentes y una mayor reducción en el precio de los activos que, conjuntamente, provoca pérdidas en el sector bancario provocando una nueva reducción del crédito y más recesión.
 3. **Deflación**: la recesión económica acaba provocando una crisis deflacionista que aumenta el coste real de la deuda y reduce la renta de hogares y empresas, agravando la crisis.
- Todo esto sigue siendo cierto para una economía en vías de desarrollo, pero éstas tienen una vulnerabilidad extra: **la debilidad de su moneda**.

Introducción



La deuda externa

- El factor distintivo de una crisis financiera en una economía en desarrollo es la **acumulación de deuda externa** denominada **en moneda extranjera**.
 - Esto las hace (más) susceptibles de sufrir una crisis cambiaria, especialmente cuando tienen un régimen de tipo de cambio fijo.
 - Una crisis cambiaria se da cuando el valor de una moneda sufre una caída brusca.
 - Tres factores que explican la acumulación de deuda externa:
 1. Apertura del mercado financiero.
 2. Deuda pública excesiva.
 3. Dependencia de las importaciones.

La deuda externa

1. Apertura del mercado financiero

- Durante el proceso de desarrollo, las economías menos avanzadas suelen **abrir sus mercados financieros al exterior** con el objetivo de acelerar el proceso de desarrollo.
 - La mala calidad de sus instituciones puede provocar que este proceso de apertura se haga de forma poco eficiente.
- Esto permite que las entidades financieras domésticas obtengan financiación del exterior.
- **¿Qué tiene de malo este acceso al crédito extranjero?**
 - Mayor probabilidad de un boom crediticio.
 - La financiación exterior suele ser **en moneda extranjera y a corto plazo**.

Pasivos: en \$ y a corto plazo → Activos: en moneda local y a largo plazo

La deuda externa

2. Deuda pública excesiva

- Durante el proceso de desarrollo, los gobiernos de las economías menos avanzadas pueden tener un **nivel muy elevado de endeudamiento** para financiar ese desarrollo.
- Este elevado endeudamiento tiene dos consecuencias:
 - En muchas ocasiones, los Estados deben emitir su deuda en moneda extranjera para atraer inversores, aumentando la **deuda denominada en moneda extranjera**.
 - Por otro lado, en muchas ocasiones el aumento de la deuda pública acaba siendo financiado con la **impresión de moneda**, que reduce su valor.
 - Si el tipo de cambio es fijo, el aumento de la oferta monetaria reduce el valor real de la moneda, aunque las autoridades mantengan una paridad.
 - Esto provoca que la moneda esté sobrevalorada.

La deuda externa

3. Dependencia de las importaciones

- Otra característica de las economías en desarrollo es su **dependencia de las importaciones**.
 - Las economías menos desarrolladas suelen tener una capacidad de financiación doméstica escasa comparada con sus necesidades de financiación:
 - El ahorro doméstico es insuficiente para financiar la inversión creciente.
 - Esto supone un empeoramiento de la cuenta corriente de la economía:
Cuenta corriente = Balanza comercial + Ingresos netos + transferencias netas.
- Ahorro = Inversión + Cuenta corriente → ↑ Inversión ≈ ↓ Cuenta corriente
- La financiación de este déficit por cuenta corriente aumenta el **endeudamiento exterior**.

La deuda externa

- En resumen, la financiación externa del sistema financiero, la elevada deuda pública y los déficits por cuenta corriente hacen que la economía tenga una gran deuda exterior.
- ¿Qué riesgo supone esta deuda externa?
 - El coste de la deuda se refleja en su tipo de interés, pero cuando la deuda está denominada en una moneda extranjera, se debe añadir el coste de una potencial caída del tipo de cambio.
 - Si el tipo de interés es del 10% pero la moneda local se deprecia un 20%, el coste de devolver la deuda es del 30% en moneda local.
 - Si se produce una crisis cambiaria, el país se vuelve insolvente.
 - Por tanto, la estabilidad del tipo de cambio es clave.

Las crisis cambiarias

- ¿Cómo puede una economía evitar grandes fluctuaciones en su tipo de cambio?
 - La capacidad de estabilizar la moneda (en sistemas de tipo de cambio flexible) o de mantener la paridad (en sistemas de tipo de cambio fijo), depende de la **cantidad de reservas de divisas** que tenga el banco central/gobierno.
 - Si la moneda local cae en los mercados de divisas, el gobierno/banco central puede intervenir, comprando moneda propia para aumentar su precio. Y viceversa.
 - Si los **inversores creen que el país no tiene la capacidad de respaldar su moneda** (no tienen reservas suficientes), venderán sus posiciones en dicha moneda...

... y aparece la **crisis cambiaria**.
 - Las crisis cambiarias son particularmente frecuentes en países con tipos de cambio fijo, aunque también pueden darse en economías con tipos de cambio flotante.

Las crisis cambiarias

- Cuando se produce la caída brusca del valor de la moneda doméstica...
 - A. Los inversores internacionales cortan rápidamente los flujos de capital, provocando una caída acelerada de la financiación de la economía.
 - B. El sistema financiero y no financiero es incapaz de devolver sus deudas con el exterior.
 - Las pérdidas del sector financiero pueden provocar una huida de depósitos, como en la crisis Argentina de 2001, obligando a imponer el “corralito”.
- Tanto (A) como (B) provocan una caída del crédito, y genera una crisis económica.
- Si la caída de la moneda es suficientemente grave, el propio gobierno puede perder el acceso a los mercados internacionales, viéndose obligado a reducir la deuda de forma agresiva:
 - Las políticas fiscales (muy) contractivas agravan la crisis económica.

La crisis de Corea

- La crisis coreana de 1997-1998 es uno de los ejemplos más paradigmáticos de las vulnerabilidades financieras de una economía en desarrollo.
- Entre 1960 y 1997, Corea de Sur experimentó un impresionante crecimiento:
 - El PIB creció a una media del 8% al año, multiplicando por 10 su PIB per cápita.
 - La tasa de inflación fue estable durante este periodo, por debajo del 5%.
 - La tasa de desempleo se mantuvo en el entorno del 2%.
 - El gobierno mantenía un pequeño superávit presupuestario.
- En definitiva, Corea del Sur era un ejemplo perfecto de lo que se conoció como “el milagro asiático”... hasta que llegó 1996.

La crisis de Corea

- Desde el año 1990, el gobierno coreano impulsó una serie de reformas que liberalizaban el sector financiero para facilitar la entrada de capitales extranjeros que ayudasen en el proceso de desarrollo del país. Dos grandes cambios:
 - Se permitió a los bancos a dar préstamos denominados en moneda extranjera
 - Se eliminaron los límites a la deuda exterior a corto plazo, pero a largo plazo.
 - Se permitió la creación de entidades financieras vinculadas a los grandes conglomerados empresariales, que estaban sujetas a una menor supervisión.
- Estas reformas se llevaron a cabo por las presiones de los grandes conglomerados empresariales («chaebols»), en un intento (a la desesperada) de crecer y aumentar sus (maltrechos) márgenes de beneficios.

La crisis de Corea

- La economía seguía funcionando muy bien durante los años anteriores a la crisis, pero se habían acumulado algunos desequilibrios...
 - La industria coreana era una de las más **apalancadas** del mundo, con una ratio de apalancamiento del 400% (media de la OCDE = 200%).
 - Desde 1995, la moneda coreana se apreció.
 - El gobierno uso sus reservas para intentar evitarlo, reduciéndolas a niveles preocupantes: 9.000 millones de \$frente a 62.000 millones de deuda externa.
 - Aunque el total de deuda externa fuese moderado (30% del PIB), una gran parte de esa deuda era **deuda externa a corto plazo en el sector bancario**, que suponía el 61% del total de la deuda externa del país.

Tipo de cambio US\$-Won



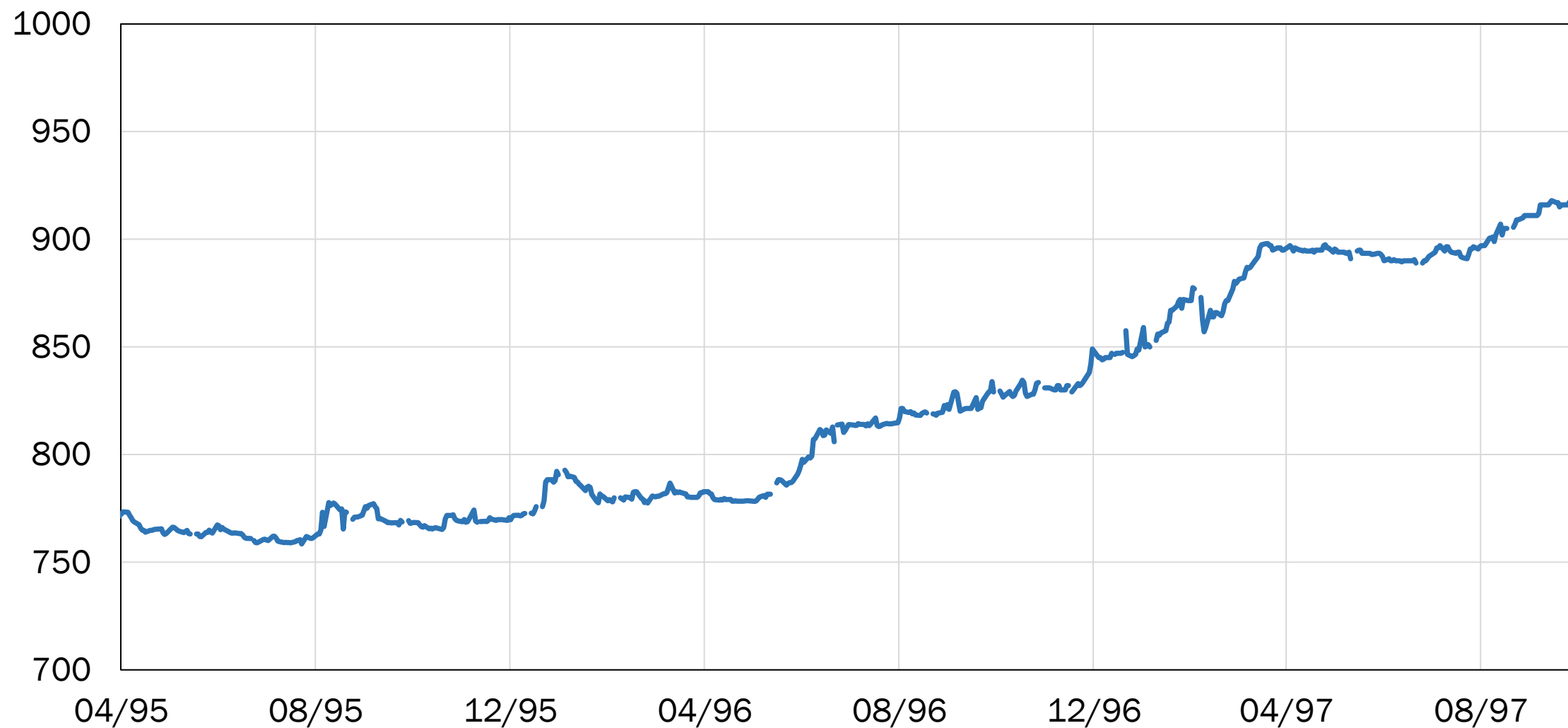
La crisis de Corea

- La apreciación de la moneda coreana desde 1995 provocó que la economía coreana pasase a tener **déficits comerciales** (exportaciones < importaciones):
 - La apreciación del won hacía que los competidores de corea ganasen cuota de mercado.
 - Las exportaciones resultaron más caras.
- Esto generó una gran presión sobre las grandes empresas (“dopados” con deuda externa) que empezaron a tener problemas financieros.
 - Durante la primera mitad del año 1997, varias de las empresas más grandes del país empezaron a tener problemas financieros.
 - ¿Qué debía hacer el país?

La crisis de Corea

- El gobierno no fue capaz de mantener la confianza de los inversores internacionales:
 - Las cercanas elecciones hicieron que el gobierno se negase a rescatar a estas grandes empresas para que no se asentase el principio del “too big to fail”.
 - Partidos políticos y sindicatos presionaron al gobierno para que lo hiciese.
 - ¿No quería o no podía? Aumento la incertidumbre sobre el país.
- Esto, junto con la caída de la entrada de capital por culpa de la crisis que estaban sufriendo las economías asiáticas, inició una presión bajista sobre el won.
- El gobierno usaba sus menguantes reservas para mantener el valor de la moneda...

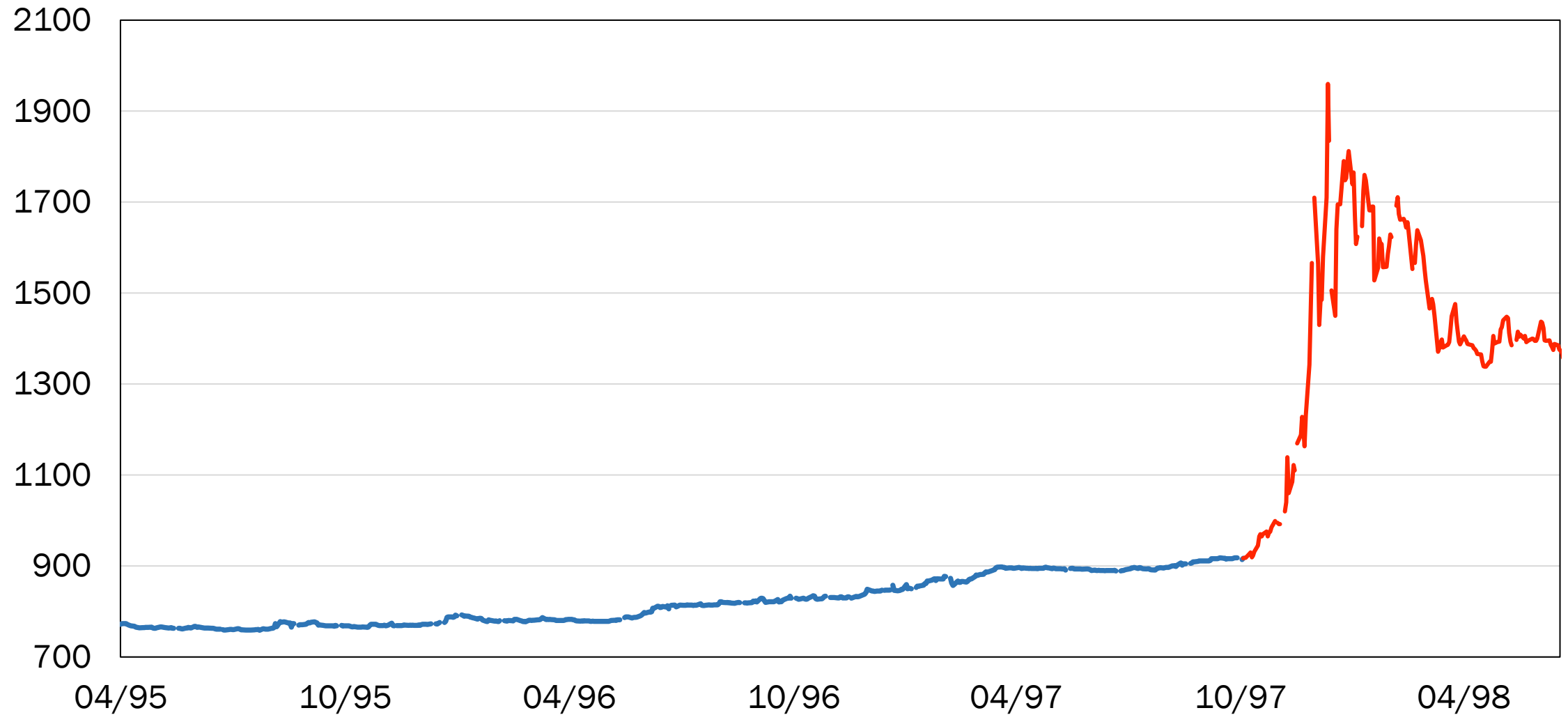
Tipo de cambio US\$-Won



La crisis de Corea

- El gobierno no fue capaz de mantener la confianza de los inversores internacionales:
 - Las cercanas elecciones hicieron que el gobierno se negase a rescatar a estas grandes empresas para que no se asentase el principio del “too big to fail”.
 - Partidos políticos y sindicatos presionaron al gobierno para que lo hiciese.
 - ¿No quería o no podía? Aumento la incertidumbre sobre el país.
- Esto, junto con la caída de la entrada de capital por culpa de la crisis que estaban sufriendo las economías asiáticas, inició una presión sobre el won.
- El gobierno usaba sus menguantes reservas para mantener el valor de la moneda...
- Pero en pasado el verano de 1997 se vio obligado a suspender la paridad con el dólar.

Tipo de cambio US\$-Won



La crisis de Corea

- El espectacular aumento del tipo de cambio (o caída del valor del won) duplicó el coste de la deuda denominada en moneda extranjera generando una caída generalizada de los activos bancarios.
- Como ya sabemos, cuando se produce una pérdida de capital bancario, el crédito se reduce y la actividad económica se resiente:
 - En 1998, el PIB coreano cayó más del 6%
 - El desempleo alcanzó el 8% de la población activa (¡venía de un 2%!)
 - ¡Pero la inflación aumentó! Pese a la caída de la actividad, el aumento de los precios de importación hizo que la tasa de inflación alcanzase el 10%.

La crisis de Corea

- Después de todo, ¿qué hubo detrás de la crisis? Dos factores clave:
 - La mala regulación financiera fruto de las conexiones políticas de las grandes empresas del país (Kia, Samsung, etc.).
 - La decisión del gobierno de mantener un tipo de cambio fijo respecto al dólar para facilitar el comercio internacional:
 - Los regímenes de tipo de cambio fijos son más susceptibles de sufrir crisis cambiarias. ¿Por qué?
 - Un país con tipo de cambio flotante permite que el precio de su moneda refleje su valor real, haciendo que los agentes económicos adapten sus decisiones.

- La debilidad de la **moneda** es el **factor distintivo** de las crisis financieras en las economías menos desarrolladas: acumulación de deuda denominada en moneda extranjera.
 - Apertura ineficiente de los mercados financieros.
 - Indisciplina fiscal: acumulación de deuda pública.
 - Alta dependencia de las importaciones.
- Clave: suficientes divisas para contrarrestar fluctuaciones en el valor de la divisa
 - Si los inversores creen que la economía no tiene capacidad de respaldar su moneda, se produce una pérdida de confianza y la demanda de la moneda cae: crisis cambiaria.
 - Ante una crisis cambiaria, la deuda denominada en moneda extranjera aumenta enormemente su coste → crisis financiera.

¿Preguntas?