



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en DADE

Historia de las crisis económicas

Presentado por:

Santiago Vegue Lobo

Tutelado por:

Javier Moreno Lázaro

Valladolid, 27 de febrero de 2019

RESUMEN

Con el siguiente trabajo se pretende mostrar al lector, la existencia de una irracionalidad continua por parte del individuo a la hora de actuar y formar parte del sistema económico. Tras un análisis de distintas crisis económicas ocurridas en momentos diferentes de la historia mundial, observamos que el comportamiento del ser humano es cíclico y repite una y otra vez los mismos errores.

El trabajo comienza con el análisis de una serie de conceptos presentes en la actualidad, "burbujas de crédito" y "manías", pero que llevan siendo parte del mercado global desde los orígenes del crédito y las entidades bancarias. El cuerpo del mismo, se centra en analizar y contextualizar cada uno de los elementos propios de una crisis económica en las distintas épocas de la historia, según el modelo ideado por el profesor y economista Hyman Minsky. El trabajo finaliza con un repaso de los conceptos y las múltiples preocupaciones que marcaron el día a día de muchos ciudadanos y países hasta hace muy poco con la crisis del 2009, última gran crisis financiera.

Palabras clave: entidades de crédito, especulación, pánicos y manías.

Clasificación JEL: E31, F33 y G01.

ABSTRACT

With the following project is intended to show the reader, the existence of a continuous irrationality by the individual at the time of acting and being part of the economic system. After an analysis of different economic crises that occurred at different times in world history, we observed that the human behavior is cyclical and repeats the same mistakes over and over again.

The work begins with the analysis of a series of concepts present nowadays, "credit bubbles" and "manias", but that have been part of the global market since the origins of credit and banking entities. The project body focuses on analyzing and contextualizing each of the elements of an economic crisis in different periods of history, according to the model devised by professor and economist Hyman Minsky. The work ends with a review of the concepts and concerns that marked the day to day of many citizens and countries until very recently with the crisis of 2009, the last major financial crisis.

Keywords: credit institutions, speculation, panics and manias.

JEL Classification: E31, F33 and G01

ÍNDICE

1. LA CRISIS FINANCIERA: PERENNEMENTE PRESENTE.....	5
1.1 Las burbujas de crédito	6
1.2 Las manías.....	8
2. EVALUACIÓN DE UNA CRISIS TÍPICA Y SUS ELEMENTOS.....	13
2.1 El modelo Minsky	13
2.2 La taxonomía empresarial en tres partes de Minsky.....	16
2.3 Segunda fase del modelo Minsky	17
2.3.1 Propagación internacional.....	18
2.4 La relevancia actual del modelo	20
2.4.1 La “perfecta” burbuja de Islandia.....	21
3. LAS MANÍAS ESPECULATIVAS.....	24
3.1 La racionalidad de los mercados	24
3.2 La racionalidad del individuo, la irracionalidad del mercado	26
3.3 Los desplazamientos y los objetos de la especulación	29
4. EL MOMENTO DE CRISIS Y LOS FACTORES DETERMINANTES	31
4.1 Cambio de expectativas	31
4.2 El inicio de una crisis	33
4.3 Los cracs y los pánicos	34
5. CONCLUSIONES.....	35
6. BIBLIOGRAFÍA.....	37
7. WEBGRAFÍA	37

La elección del tema, "*Historia de las crisis económicas*", para el desarrollo de este Trabajo de Fin de Grado, se fundamenta en la constante presencia del concepto "crisis". Es decir, a diario los medios de comunicación desarrollan noticias sobre la situación económica de nuestro país, la salud del sistema económico o problemas financieros ocurridos como consecuencia de la bancarrota de alguna empresa o multinacional que repercuta al ecosistema económico.

La economía es un aspecto que preocupa diariamente a todo ciudadano del mundo. Los problemas pueden surgir desde la pérdida de valor de las acciones que tenga en propiedad un individuo, hasta el colapso económico de un país tan importante en la estructura económica mundial como es Estados Unidos.

Por estas razones, es interesante entender el por qué de las causas, cuáles son sus orígenes, las consecuencias que tienen tanto a nivel individual como a nivel estatal, cómo influye en el comportamiento del consumidor y cuáles son sus soluciones.

En el momento en el que consigamos dar respuesta a alguna de estas preguntas y podamos establecer un guion de actuación ante situaciones de crisis económica, las consecuencias serán mucho más livianas y se reducirá su presencia en el tiempo.

La metodología utilizada para el desarrollo del trabajo se fundamenta en uno de los mejores libros de finanzas de la historia según el *Financial Times*, "*Manías, pánicos y cracs*". Este libro es obra de dos de los mejores historiadores económicos Charles P. Kindleberger y Robert Z. Aliber. Este libro ha sido la hoja de ruta en la elaboración y elección de los puntos a tratar durante el trabajo. También se ha hecho uso de otro material bibliográfico adicional y de páginas web especializadas en historia económica. El material utilizado ha sido tanto en lengua castellana, como en lengua inglesa.

ABREVIATURAS:

- PIB: Producto Interior Bruto
- EE. UU.: Estados Unidos
- FMI: Fondo Monetario Internacional
- REIT: Real Estate Investment Trust
- OPV: Ofertas Públicas de Venta

1. LA CRISIS FINANCIERA: PERENNEMENTE PRESENTE.

La palabra crisis se ha concebido siempre bajo una connotación negativa por todos aquellos que han hecho uso de la misma. De hecho, si buscamos en el diccionario de la Real Academia Española (RAE) el significado de la palabra crisis obtenemos resultados como: “*Cambio profundo y de consecuencias importantes en un proceso o una situación, o en la manera en que estos son apreciados*” (Dle.rae.es, 2019), “*situación mala o difícil*” (Dle.rae.es, 2019); pero la definición relacionada con el ámbito económico viene aparejada a términos como la producción: “*Reducción en la tasa de crecimiento de la producción de una economía, o fase más baja de la actividad de un ciclo económico*” (Dle.rae.es, 2019).

Si nos remontamos años atrás y analizamos algunas de las crisis más significativas del siglo XX podemos destacar aquellas que comienzan a partir de la década de 1970, donde la volatilidad de los precios de productos de primera necesidad, las divisas, los bienes raíces y las acciones sufren cambios significativos. Todo comienza en 1980 en el continente sudamericano debido a que México, Brasil, Argentina, y otros diez países más en vías de desarrollo con el compromiso de efectuar regularmente el pago de sus préstamos por un valor de 800 mil millones de dólares, comienzan a saltarse este compromiso. A esta situación le siguió una segunda oleada ocurrida en 1990 donde se vieron afectados Japón, Finlandia, Noruega y Suecia. Una vez que los síntomas de una crisis comenzaron a experimentarse en el continente asiático, una tercera oleada de crisis financiera afectó a partir de 1997 a países como Tailandia, Malasia, Corea del Sur e Indonesia inicialmente. Como ocurre en estas situaciones, las crisis económicas se comportan como una enfermedad; se propaga por los países vecinos traspasando fronteras y océanos, produciendo efectos adversos desde México hasta el sudeste asiático en tan solo un espacio temporal de treinta meses.

La cuarta y última crisis a nivel mundial que se ha experimentado comenzó en 2007 y fue consecuencia de una considerable caída de los precios de bienes inmobiliarios existentes a lo largo de todo el territorio estadounidense. Posteriormente y tras el paso de unos pocos meses, estos efectos comenzaron a experimentarse en el continente europeo: España, Irlanda, Gran Bretaña e Islandia. Al problema de los precios inmobiliarios se sumó una caída de los precios de los bonos de los gobiernos griego, portugués y español; situando a dichos gobiernos en una tensa situación en cuanto a la posterior devolución del precio de sus activos.

1.1 Las burbujas de crédito

Una circunstancia que se ha producido posteriormente a cada una de las oleadas de crisis financiera que se han sufrido históricamente, son las oleadas de burbujas de crédito. Estas surgen siempre de la mano del sector bancario y por el endeudamiento creciente de grupos de prestatarios, los cuales utilizan dichos créditos para la adquisición de bienes raíces: casas y propiedades comerciales. Estas oleadas han tenido lugar en México, Japón, países nórdicos, el sudeste asiático y recientemente en EEUU y determinados países europeos.

Todas estas oleadas se caracterizan por la existencia de flujos transfronterizos de dinero, lo cual se tradujo automáticamente en el aumento progresivo del valor de la moneda, los precios de los bienes raíces y las acciones de estos países. El nombre por el que se conocen estas oleadas, "burbujas de crédito", son un perfecto símil del resultado que conllevan. Al igual que cualquier burbuja, éstas también acaban por explotar como consecuencia de la insostenibilidad del aumento de la deuda; la cual puede aumentar mucho más rápidamente que los ingresos en un periodo cortoplacista, pero no se da el caso en un periodo largoplacista. El ejemplo sería el siguiente: supongamos una situación de aumento de la deuda de un individuo de un 10% a un 15% anual. El deudor no tendría ningún problema en afrontar el pago de sus intereses de crédito ese mismo año, pero ¿qué ocurre si este aumento se prolonga en el tiempo? Con el paso del tiempo las cantidades de dinero obtenidas de nuevos créditos va siendo menor, mientras que la deuda sigue en aumento y por lo tanto se llega a un punto de inflexión: No hay suficiente dinero en efectivo para hacer frente al pago de los intereses de la deuda generada por los préstamos pendientes. Si este problema se produce a gran escala, el precio de los bienes raíces y las acciones se desploma y se acaba por experimentar una depreciación de la moneda y posibles épocas de inflación.

La historia de las crisis financieras y las quiebras bancarias son el resultado de la implosión de burbujas de crédito: en la mayoría de los casos, las crisis monetarias disparan las crisis bancarias. Históricamente el coste sufrido por las crisis bancarias ha sido muy alto y ha afectado de manera directa a determinados campos económicos: pérdidas de capital sufridas por los bancos en relación al PIB del país en cuestión y su respectivo gasto público, desaceleración de las tasas de crecimiento económico, aumentos en la tasa de desempleo y brechas en las tasas del PIB.

Es común que las burbujas de crédito que ocurren de manera simultánea en varios países presentan causas iniciales similares. Este aspecto se observa con claridad en las burbujas que se han producido recientemente en el sector inmobiliario, las cuales son el resultado de burbujas por el crecimiento del crédito: la gran facilidad en la concesión de créditos dio lugar a un aumento de la demanda de hipotecas.

Es decir, un aumento del flujo del dinero en un país siempre se traduce en un incremento del valor de su moneda y del precio de sus activos. En el momento en el que los ciudadanos disponen de facilidades para la obtención de capital siempre van a ser ambiciosos y querrán comprar activos, procedentes de otros residentes del país. A su vez, estos residentes del país utilizan el dinero procedente de la venta de esos activos en la adquisición de otros de mayor valor y así sucesivamente. El resultado de este aumento en la oferta y demanda de activos se traduce en el aumento de sus precios. “Era como si el dinero de la venta de valores a los extranjeros fuera la <patata caliente> proverbial, que se pasaba rápidamente de un grupo de inversores a otro, a precios cada vez más altos” (Kindleberger, página 12, 2012).

Si hacemos una recopilación de las diez mayores burbujas financieras estamos pensando en las siguientes:

- La burbuja holandesa de 1636 de los bulbos de tulipán.
- La compañía de los Mares del Sur de 1720.
- La burbuja de la compañía del Mississippi de 1720.
- La burbuja especulativa ocurrida entre 1927 y 1929 con los activos y acciones como protagonistas; lo cual acabó por explotar con el “crack del 29.
- La crisis de los países emergentes, con México a la cabeza durante la década de 1970.
- La burbuja inmobiliaria y de acciones en territorio japonés durante 1985-1989.
- Una de las mayores especulaciones sobre bienes raíces (bienes inmuebles) y valores (acciones) ocurrida en los territorios nórdicos de Finlandia, Noruega y Suecia durante los años 1985-1989.
- La burbuja inmobiliaria y de acciones del sudeste asiático en Tailandia, Malasia, Indonesia y otros países de la región durante 1992-1997.

- La burbuja sin precedentes sobre los valores de capital financiero del mercado estadounidense de 1995-2000.
- La reciente burbuja del sector inmobiliario que traspasó fronteras y continentes entre los países de Estados Unidos, España, Irlanda, Gran Bretaña e Islandia entre 2002 y 2007; finalizando con la deuda del gobierno griego.

1.2 Las manías

Es en este momento, una vez analizado el concepto de burbujas de crédito, cuando debemos comenzar a hablar del concepto “Manía”. Las manías son el conjunto de una serie de circunstancias especiales muy poco frecuentes; hasta el punto de que en el mercado de valores estadounidense solamente se han dado un par de veces en 200 años. Generalmente las manías surgen en la fase de expansión del ciclo económico, como consecuencia de que la euforia unida a la manía tiene como resultado un aumento en el gasto. Durante las manías, el aumento del precio de bienes raíces, acciones o productos básicos provocan un crecimiento considerable del consumo y del gasto en inversión, lo cual se traduce en una aceleración del crecimiento económico. Es en este momento cuando los visionarios de la economía se atreven a pronosticar el final de las recesiones y el inicio de un nuevo ciclo económico y nuevos modelos económicos, dejando obsoletos los ciclos de negocio tradicionales. Por todas estas razones, los inversionistas y los prestamistas aceleran su actividad y comienzan a ser más optimistas, y los precios de los activos aumentan con mayor rapidez¹.

Las manías siempre van de la mano con la euforia económica: En el momento en el que las empresas comerciales disponen con facilidad de crédito, se vuelven cada vez más optimistas y el gasto en inversión aumenta de manera vertiginosa. Un claro ejemplo es el caso de las empresas industriales japonesas durante la segunda mitad de la década de 1980; comenzaron a pedir crédito a los banqueros de Tokio y Osaka hasta el punto de que el dinero parecía “libre” y los japoneses iniciaron un periodo de inversión y consumo sin medida.

La explicación de este aumento desmesurado del consumo y la inversión durante los periodos de euforia reside en el crecimiento del número de inversionistas que tienen

¹ Idea obtenida del libro Manías, pánicos y cracs (Kindleberger, página 17, 2012).

como objetivo la obtención de plusvalías a corto plazo por el aumento del precio de los títulos valores y los bienes raíces. El proceso es el siguiente: los inversores comienzan por abonar una serie de pagos iniciales por bienes inmuebles en proceso de construcción, gracias al crédito que ha obtenido con facilidad, con el objetivo de sacar un rendimiento económico superior en un futuro cuando los edificios se hayan completado y la obra haya finalizado; es decir, comprar barato y vender caro como consecuencia del aumento de precios que ocurre en ese momento.

El siguiente suceso suele ser un repentino cambio de la situación por algún evento inusual o no esperado por los inversionistas que conduce a una pausa en el aumento de los precios de los activos. Este cambio afecta de manera directa a algunos de los inversores, aquellos quienes habían usado el dinero prestado como método de pago en sus compras pasan a ser vendedores en dificultades. Esto es debido a que “los pagos de los intereses sobre el dinero prestado para financiar sus compras son mayores que la renta de inversión de los activos” (Kindleberger, página 18, 2012). Los precios de los activos adquiridos con el objetivo de obtener plusvalías pasan a valer cada vez menos, y acabando por valer menos que cuando se adquirió. El problema reside en que las cantidades adeudadas de dinero prestado para la compra de estos bienes son mayores que su valor de mercado actual. Finalmente, las ventas de urgencia suelen propiciar una caída considerable de los precios de los activos y una alta probabilidad de pánico económico.

Si analizamos con detalle estas “manías”, observamos que no presentan características idénticas entre si; pero sí que presentan un patrón similar. Como consecuencia del sentimiento de euforia los ciudadanos comienzan a consumir aumentando su riqueza e inversiones. Este aumento del consumo conlleva un aumento de los precios de las materias primas, bienes raíces y acciones o títulos valores. Sucesivamente, se alcanza el punto álgido en los precios de los activos y a partir de este momento sólo se podrán experimentar descensos en el valor de estos; es decir, se produce la implosión de la burbuja que provoca una disminución en los precios de los productos básicos, acciones y bienes raíces. Debemos tener en cuenta que algunas crisis financieras tuvieron su origen en el endeudamiento de uno o varios grupos de prestatarios en vez de un repentino aumento del valor de los precios.

La ocurrencia de las manías y pánicos responde a cambios procíclicos en la disponibilidad de dinero. Cuando las condiciones económicas son favorables y parecen

estar bajo control, la disponibilidad de dinero aumenta radicalmente por parte de los bancos y prestamistas; pero cuando las expectativas de crecimiento del ciclo económico se reducen, la oferta de crédito se reduce drásticamente.

En definitiva, una manía consiste en el aumento desmesurado en el valor de determinados bienes, activos o valores de una moneda como consecuencia de unas expectativas de crecimiento duraderas, pero sin ningún fundamento por aquellos que sostienen la existencia de salud en la economía. No conciben una reducción de los precios de estos mismos bienes o activos en un futuro lejano. Un claro ejemplo ocurrió a principios de la década de 1970, cuando se predijo que el precio del barril de petróleo iba a alcanzar un precio de 80 dólares, cuando finalmente solamente alcanzó un valor máximo de 36 dólares.

En épocas de expansión económica, todas las partes intervinientes en el ciclo económico se toman mayores confianzas. Los inversores cada vez muestran menor preocupación y son más optimistas a la hora de invertir cantidades importantes de dinero; mientras que los prestamistas consideran que existe menos peligro para prestar capital. Ambas partes intentan aprovecharse de las ventajas lucrativas que supuestamente existen en ese momento económico. “La exuberancia racional se transforma en una exuberancia irracional, se desarrolla una euforia económica y aumenta el gasto de inversión y el gasto de consumo” (Kindleberger, página 19, 2012). Esto es la causa del aumento progresivo de los precios. Un alto porcentaje de las compras de estos activos se realizan con el objetivo final de ganancias de capital a corto plazo, siendo financiadas con crédito.

Por todas estas razones, podemos definir el término “burbuja” como aumentos de los precios de bienes raíces y activos valores en la fase de manía del ciclo, que no tienen explicación según los cambios en los fundamentos económicos. A la hora de comprar activos no se tiene en cuenta la tasa de rentabilidad de la inversión, sino el aumento previsto del valor del activo que podrá ser vendido a otra persona a un precio mayor que el de adquisición (este razonamiento se conoce como “teoría del más tonto”: el comprador último siempre cuenta con encontrar a otra persona a la que vendérselo por un precio más alto).

Según ciertos analistas y desde el punto de vista monetarista, las manías no tendrían cabida en los ciclos económicos si la tasa de crecimiento de la oferta monetaria se estabilizara o presentase valores constantes. Esto se plasma en la tasa de aumento de los precios en la bolsa de EEUU en la segunda mitad de la década de 1920, la cual fue muy superior en relación con la tasa de crecimiento de la oferta monetaria; al igual que ocurrió con la tasa de aumento de los precios de las acciones de NASDAQ durante la segunda mitad de la década de 1990 cuando presentó valores muy por encima de la tasa de crecimiento del suministro de dinero de los Estados Unidos.

Para un correcto funcionamiento del sistema económico y el control de las manías y burbujas se debe realizar una perfecta gestión del mecanismo monetario. Es por este motivo que se considera que “la mayoría de las burbujas, y especialmente aquellas que se dieron a partir de los años setenta, han sido consecuencia del rápido aumento del crédito disponible a un determinado grupo de prestatarios, a menudo los compradores de bienes raíces” (Kindleberger, página 28, 2012). Si se establece un sistema de control monetario correcto y específico para cada momento económico basado en la limitación del crecimiento del dinero y concesiones de crédito, se controlarán los precios de bienes y activos consiguiendo evitar futuras burbujas o manías. El problema reside en que a pesar de que el dinero se considera un bien público, estos ajustes monetarios normalmente han sido ejercidos por particulares, “La banca privada”. En definitiva, muchos monetaristas consideran que los problemas económicos acusados a los ciclos del mercado tienen su origen en una mala gestión del mecanismo monetario.

Si como medida de esta gestión del mecanismo monetario se aplica una restricción monetaria en un centro financiero concreto, el resultado puede servir tanto para atraer fondo como para repelerlos; el factor determinante serán las expectativas que generen un aumento de los tipos de interés. Si tomamos como situación actual aquella donde no se concibe una crisis ni se tiene miedo por una posible depreciación de la moneda (**expectativas inelásticas**), una medida de aumento en el tipo de descuento se traducirá en la llegada de fondos extranjeros permitiendo suministrar de manera más eficaz el efectivo necesario para optimizar la liquidez; pero por el contrario, si tomamos como situación actual aquella donde la caída de los precios, las quiebras y la depreciación de la moneda es el día a día de la economía (**expectativas elásticas**), un aumento en el tipo de descuento puede propiciar la necesidad de sacar más fondos de los que se consiguen atraer. El comportamiento esperado y normal tras el aumento

en el precio de un producto puede llevar a un aplazamiento por parte de los consumidores en la compra de los productos por suponer una futura bajada y restablecimiento de los precios; o a una situación de aumento exponencial del gasto por parte de los consumidores para defenderse de un aumento continuo de los precios a corto plazo. Debemos tener también en cuenta que una de las principales causas de crisis financieras es una detención de la concesión de préstamos extranjeros.

A lo largo de todo este análisis previo, hemos mencionado continuamente la figura de los prestamistas, y por este motivo debemos introducir la figura del Fondo Monetario Internacional. Este organismo nace en la década de 1940 con el objetivo de actuar como prestamista internacional de último recurso y solucionar algunas lagunas institucionales existentes dentro del sistema económico. Su origen se basa en la teoría que de haber existido una figura como esta durante las crisis de 1920 y 1930, habrían sido mucho más livianas y sencillas de atacar. Pero debemos preguntarnos si la presencia del FMI ha contribuido a propiciar el gran número de crisis ocurridas en los últimos treinta años al actuar como proveedor de monedas nacionales de aquellos países inmersos en crisis financieras y fomentar las políticas financieras nacionales de derroche. La presencia de un prestamista internacional de última estancia es necesario si se quiere preservar la tranquilidad económica dentro de los acuerdos financieros y evitar los pánicos asociados con los cracks en los precios de los activos. Pero debemos diferenciar entre la necesidad de este organismo para salvaguardar el buen funcionamiento del sistema y la idea de que cualquier prestatario individual será “rescatado” si se pasan de un límite; el primer concepto representa su principal función y el segundo vulnera todo principio del FMI.

2. EVALUACIÓN DE UNA CRISIS TÍPICA Y SUS ELEMENTOS

El recorrido de crisis existente puede analizarse desde dos puntos de vista: el punto de vista histórico y el punto de vista económico. Las diferencias son claras; para los historiadores cada crisis económica es única y diferente de las anteriores, mientras que para los economistas su análisis se va a basar en la búsqueda de patrones en los datos y relaciones sistemáticas entre una crisis y las anteriores. “La historia es particular, la economía general” (Kindleberger, página 39, 2012).

Podemos definir al ciclo económico como elemento base dentro de las economías de mercado y sus múltiples comportamientos (aumentos en el gasto de inversión que repercutirá en el consumo individual y los ingresos del hogar y a su vez en el crecimiento del PIB). Sin embargo, la macroeconomía centra su estudio en dar explicación a las variaciones cíclicas que sufre el crecimiento del PIB a largo plazo.

2.1 El modelo Minsky

Hyman Minsky fue el creador de un modelo económico que intentó explicar algunas de las crisis financieras más notables como la de Estados Unidos o la de Gran Bretaña. El modelo de Minsky se fundamentaba en la teoría de que los cambios en la oferta de crédito eran pro-cíclicos y que aumentaban cuando la economía estaba en época de bonanza y descendían en épocas de desaceleración. “Durante las expansiones los inversores se volvían más optimistas y revisaban al alza sus estimaciones de la rentabilidad y se mostraban más dispuestos a pedir préstamos” (Kindleberger, página 40, 2012).

Cuando la economía sufría restricciones y disminuía su aceleración, los inversores se volvieron más precavidos. A su vez, los prestamistas también comenzaron a ser prudentes cuando sus pérdidas crediticias aumentaron, principalmente si las pérdidas llevaban a la disminución de su propio capital.

Desde el punto de vista de Minsky los aumentos sobre la oferta de crédito durante los ciclos de crecimiento y la subsiguiente reducción de la oferta eran el origen de las múltiples dificultades que presentaban los arreglos financieros en su aplicación y por tanto el aumento de las probabilidades ante una crisis financiera. Minsky desarrolló su teoría en consonancia con el pensamiento económico clásico de economistas como

John Stuart, Alfred Marshall, Knut Wicksell e Irvin Fisher. Minsky se acercó mucho al pensamiento de Fisher y otorgó gran importancia al comportamiento de los prestatarios altamente endeudados, en especial aquellos quienes invirtieron por encima de sus capacidades sobre bienes raíces o activos valores o materias primas buscando rápidos beneficios a corto plazo. Estos participantes explican su comportamiento en base a los supuestos beneficios que obtendrían del aumento de los precios de los activos adquiridos, ya que supondrían que fuesen muy superiores al pago de los intereses que llevaba aparejado el dinero prestado. El momento de inflexión se produce cuando la economía comienza a presentar resultados negativos respecto a años anteriores y los inversores comienzan a vender de manera desesperada por precios mucho más bajos de los esperados, ya que las expectativas eran que estos precios siguiesen bajando en un futuro cercano.

Minsky propone como solución la creación de impactos significativos. Si el impacto es notorio y consistente, la situación económica y las oportunidades de ganancias anticipadas mejorarían en al menos un sector importante. Se volvería a reactivar la economía y tanto las empresas como los individuos comenzarían a pedir de nuevo préstamos con el objetivo de aprovechar el aumento de los beneficios previsto del sector.

Si analizamos algunas de las crisis ocurridas durante el siglo XX podemos observar que las causas tienen su origen en sectores económicos concretos. La crisis de 1920 de EE.UU tuvo su origen en el sector automovilístico debido a la rápida expansión de la producción de automóviles y el desarrollo de carreteras a lo largo de todo el país, además de la electrificación del mismo. La crisis de Japón de 1980 vino de la mano de rápidos aumentos en las entregas de dinero y del crédito y la liberalización financiera lo cual se tradujo en mayor facilidad de los bancos a la hora de prestar dinero o préstamos inmobiliarios. Otro factor a tener en cuenta como causante de esta crisis en los paises asiáticos fue el surgimiento de “valores de renta variable de mercados emergentes como una nueva clase de activos”, los cuales fueron comprados masivamente por fondos mutuos y fondos de pensiones. Los países nórdicos experimentaron durante la década de 1980 una crisis causada por la liberalización financiera, permitiendo a los bancos locales endeudarse en el mercado extraterritorial. En la década de 1990 EE.UU experimentó una nueva crisis como consecuencia del sector tecnológico. El imparable desarrollo tecnológico propició una serie de avances que afectaron de manera directa a la comunicación provocando en este ultimo sector el

desplome repentino de sus precios. Unos años después, en 2002, se produce otra nueva crisis en EE.UU; pero esta vez enfocada dentro del sector inmobiliario. Se produjo una titulación que dio lugar a la creación de paquetes inmobiliarios con una serie de características tóxicas: emisión de obligaciones hipotecarias garantizadas (OCM) y obligaciones de deudas colateralizadas (ODC); lo cual propició que la cantidad de dinero disponible para las compras de hogares aumentase de manera vertiginosa.

Teniendo en cuenta este historial de crisis financieras y sus causas y desde el punto de vista del modelo de Minsky, el auge se nutre de la expansión del crédito bancario. En los siglos XVII y XVIII, momentos anteriores a la existencia de la banca, el crédito personal o el financiamiento por parte del vendedor dio lugar a grandes auges especulativos. Una vez que la banca se instauró dentro del sistema, la oferta de crédito se impuso en las primeras décadas del siglo XIX como consecuencia del aumento de los suministros de crédito mediante la emisión de más billetes y el aumento de las reservas y los depósitos de los prestatarios.

Para controlar estas situaciones especulativas, los gobiernos desarrollaron políticas de control sobre los créditos de los bancos y otros proveedores de crédito. Estos controles tienen como objetivo limitar la capacidad de los bancos para la concesión de determinados tipos de préstamos, que podrían afectar de manera negativa al sistema económico en su conjunto.

Supongamos ahora que existe un incremento en la demanda de un producto o servicio. Si pensamos en el futuro, esta demanda provocará un aumento de la capacidad productiva, aumentos en los precios del producto o servicio y progresivamente un aumento de los beneficios obtenidos. Este aumento de los beneficios llama la atención de los inversionistas, quienes comienzan a invertir grandes cantidades de dinero. “La retroalimentación positiva se desarrolla cuando el aumento en la inversión conduce a aumentos en la tasa de crecimiento, que a su vez inducen a la inversión adicional” (Kindleberger, página 43, 2012).

Según Minsky, es en esta etapa donde podría darse un estado de “euforia”. Desde el momento en el que los inversores compran bienes y valores con el objetivo de obtener beneficios con el futuro aumento del valor de los mismos, las autoridades reconocen que sucede algo excepcional dentro del ciclo económico. A pesar de ello, las

autoridades no actúan ni aplican ninguna medida porque la manera de actuar ante esta situación se repite en el tiempo: reconocen las posibles causas de crisis que se han desarrollado también en momentos anteriores, pero “esta vez es diferente”. Esto quiere decir que el Gobierno también actúa como un inversionista más del sistema, intentando obtener una situación beneficiosa futura en la economía del país por considerar inofensivo este suceso excepcional del ciclo económico.

2.2 La taxonomía empresarial en tres partes de Minsky

Dentro de las posibilidades financieras que existen de cara a las entidades que ofertan facilidades de préstamos y crédito o aquellos participantes en el mercado financiero, Minsky distingue entre **las finanzas de cobertura**, **las finanzas especulativas** y **las finanzas de Ponzi**.

- Dentro del primer grupo, las finanzas de cobertura, se encuentran aquellos sujetos cuyos beneficios de explotación previstos son suficientes para poder afrontar el pago de los intereses del préstamo utilizado en sus inversiones y la reducción prevista en su endeudamiento.
- Dentro del segundo grupo, las finanzas especulativas, está formado por aquellos sujetos que disponen de sus beneficios para afrontar únicamente el pago de los intereses que acompañan a los préstamos solicitados, pero debe utilizar el efectivo obtenido de otros nuevos préstamos para hacer frente a las cantidades adeudadas de otros préstamos anteriores. Es decir, necesita la obtención de nuevos préstamos, para hacer frente al pago de préstamos anteriores.
- Y por último, las finanzas Ponzi, está formado por aquellos sujetos que no son capaces de pagar con los beneficios obtenidos ni tan siquiera los intereses de su deuda; su única opción es la venta de activos con el objetivo de obtener efectivo para hacer frente a los pagos.

Según Minsky “cuando la economía se desacelera, algunas de las empresas que habían participado en la financiación de cobertura se desvían al grupo de las finanzas especulativas y que algunas de las empresas que habían formado parte de este grupo se trasladarían a las finanzas del grupo Ponzi” (pagina 44). En definitiva, es un sistema en cadena en función de la fluidez de los beneficios y su utilización y el efectivo del que se disponga.

¿Por qué se engloba al tercer grupo de sujetos dentro de las “finanzas Ponzi”? ¿Quién es Ponzi? Minski utiliza este término refiriéndose al economista Carlo Ponzi, quien operó a lo largo de la década de 1920 mediante una pequeña firma que aceptaba depósitos en una pequeña oficina de un suburbio de Boston. La estrategia empresarial de Ponzi era prometer a sus depositantes el reembolso del depósito y además un 30% adicional en concepto de intereses mensuales devengados por el depósito en cuestión. Operó durante los primeros 3 meses sin problemas, pero a partir del cuarto mes la cantidad de nuevos depositantes disminuyó y se situó por debajo del nivel necesario para poder afrontar el pago de los intereses del 30% prometidos a los depositantes más antiguos con la entrada de nuevos depositantes. Ponzi se embarcó en un camino que le llevaría a la quiebra total.

“El término finanzas Ponzi hoy en día es un término genérico que se refiere a un modelo de financiación no sostenible. Los prestatarios solo pueden cumplir sus compromisos de pagar altos tipos de interés sobre sus préstamos pendientes de pago si obtienen efectivo de préstamos nuevos” (Kindleberger, página 44, 2012).

2.3 Segunda fase del modelo Minsky

La siguiente fase dentro del proceso desemboca en lo que Adam Smith y economistas de la época denominaron como “overtrading”. Esta palabra hace referencia a la especulación provocada por el aumento masivo del precio de los activos o productos básicos, el pronostico demasiado favorable de rendimientos futuros y el apalancamiento excesivo dentro del sistema. La especulación consiste en la adquisición de activos a un determinado precio con el objetivo de proceder a su reventa, pero a precios mas altos que el de adquisición o renta de inversión. El resto ya viene dado por la “euforia”, término analizado previamente y que provoca un aumento desmesurado del optimismo sobre las expectativas de crecimiento económico y los beneficios reportados de esta situación.

En esta situación, las pérdidas sobre los prestamos incurridas por los prestamistas disminuyen como consecuencia del aumento de los precios. Ante este aumento, los prestamistas consideran que la situación económica es favorable y reducen los pagos iniciales mínimos y el requerimiento mínimo de margen. Por otro lado, a pesar de que la facilidad para obtener un préstamo es total, el apalancamiento de sus

prestatarios puede ser reducido como consecuencia del rápido aumento del precio de los bienes inmuebles o de los valores que provocan aumentos en su patrimonio neto.

Todo es un proceso donde los participantes del mercado (principalmente empresas y hogares) actúan como si fuesen un rebaño de ovejas, donde los que marcan el paso son aquellos sujetos, los especuladores, que aprovechan de manera correcta la coyuntura económica y comienzan a obtener altos beneficios de sus inversiones. “No hay nada tan molesto para el bienestar y el buen juicio de uno mismo que ver a un amigo hacerse rico” (Stewart, página 97, 1991,1992)². De esta manera, los bancos pueden aumentar la oferta de préstamos al consumidor con el objetivo de no perder cuota de mercado, ya que si no aumentasen la oferta los futuros prestatarios pasarán a ser clientes de otros prestamistas. Cada vez más empresas y hogares comienzan a formar parte del mercado con el objetivo de obtener grandes ingresos. Ganar dinero nunca antes había parecido tan fácil. La especulación de las ganancias de capital acaba desembocando en lo que ya hemos determinado como “manía” o “burbuja”.

2.3.1 Propagación internacional.

Minsky también se centró en los cambios procíclicos en la oferta de crédito en un solo país. A lo largo de los años se ha visto cómo las crisis económicas se propagan de un país a otro a través de uno o varios canales como si de una enfermedad se tratase. Por ejemplo, la burbuja en Japón durante la década de los años 1980 también impactó posteriormente en Corea del Sur y Taiwán; si Japón gozaba de salud económica, este hecho también se observaba en sus antiguas colonias asiáticas.

El arbitraje es uno de los métodos mediante el cual los inversores se aseguran de que las modificaciones favorables ocurridas dentro de un país en el precio de materias primas traspasen fronteras y provoquen aumentos similares en los precios del mismo producto en países conexos o con determinadas relaciones. Un claro ejemplo del concepto “arbitraje” se observa en el precio del oro entre distintas zonas geográficas como son Zurich, Beirut y Hong Kong.

• ² Ver James B. Stewart, *Den of Thieves* (Nueva York: Touchstone Books [Simon & Schuster], 1991, 1992), p. 97: “Lo que realmente alimentó el auge de las compras (en los años ochenta) fue ver que otras personas hacían dinero, mucho dinero, comprando y vendiendo empresas”.

Si este aspecto lo relacionamos con el PIB de un país grande comprobamos que los aumentos en el mismo tienen repercusiones positivas en las importaciones y a su vez en las exportaciones equivalentes en otros países y su respectivo PIB. “Los flujos de capital constituyen un tercer eslabón: el aumento de las compras extranjeras de los valores disponibles en un país conduce a un aumento en sus precios y en el valor de la moneda del país” (Kindleberger, página 47, 2012). También es cierto que, dentro del mundo real, puede que el aumento de la expansión del crédito en un país no provoque una reducción del mismo en otro país; ya que los inversores de este segundo país pueden actuar solicitando más crédito para comprar los bienes y activos del primer país prediciendo que sus precios aumentarán. Es decir, la contracción de crédito causada por una reducción de la base monetaria en el segundo país podría verse desbordada por el aumento de la demanda especulativa de crédito.

La secuencia posterior al auge es el aumento de los tipos de interés, seguido por un aumento en la velocidad de los pagos y en el precio de los productos básicos. Este aumento en la velocidad de los pagos se traduce en un aumento en las compras de valores o bienes inmuebles por parte de los *outsiders* (los compradores con intenciones especuladoras) a los *insiders* (los dueños de estos activos o bienes inmuebles que venden y obtienen ganancias). Unos no pueden comprar si los otros no venden, es un círculo; y mientras los *outsiders* estén más dispuestos a comprar que los *insiders* a vender, los precios de los activos o valores tienden al aumento.

El problema surge cuando los intereses de cada una de las partes no coinciden, este momento es aquel en el que los compradores se vuelven menos ansiosos que los vendedores. Esto puede provocar que los inversionistas o *insiders* que estén muy endeudados puedan ir a la quiebra, ya que el descenso de los precios en un momento de crisis puede ser tan grande que el valor de mercado de los activos en posesión disminuye por debajo del valor de endeudamiento. Situación insostenible.

A la hora de determinar cuál puede ser la señal que nos indique una crisis incipiente debemos contemplar muchas opciones. Desde el fracaso de un banco o una empresa, el descubrimiento de una estafa o desfalco por parte de un inversionista que intentaba sanar su situación de banca rota mediante actividades ilegales o hasta la fuerte caída en el precio de un valor o producto básico. Una vez que se ha producido alguna de estas situaciones, los precios se desploman y aumentan los casos de quiebra. La liquidación suele ser ordenada, pero con el paso del tiempo puede derivar en un

ataque de pánico de los *insiders* quienes intentan vender a toda costa. En el siglo XIX se utilizó el término “revulsión” para referirse a esta situación.

“El pánico se autoalimenta, hasta que los precios descienden a tal nivel que los inversores se sienten tentados a comprar los activos menos líquidos o hasta que la actividad comercial se detiene porque se han establecido límites máximos de caída de los precios diarios, o porque los intercambios se han cerrado, o porque un prestamista de última instancia tiene éxito de convencer a los inversores de que el dinero estará disponible para satisfacer la demanda de dinero en efectivo” (Kindleberger, página 50, 2012). Esta situación puede enmendarse y volver a contar con la confianza de los participantes del sistema, incluso aunque las cantidades de dinero no aumenten de manera significativa una vez que los inversionistas dispongan de crédito con mayores facilidades.

A lo largo de los años se ha cuestionado si debería existir un prestamista de última instancia con garantías totales que actuase como proveedor de dinero líquido con el objetivo de evitar la caída de los precios de bienes raíces y acciones y así evitar el pánico que acompaña a una crisis económica. Dentro del sistema económico internacional, no podemos denominar a ningún ente existente como prestamista de última instancia; ningún gobierno ni ningún Banco mundial están capacitados para actuar como tal. El Fondo Monetario Internacional (FMI) no ha cumplido con las expectativas de que actuase como un ente de rigurosas garantías y como prestamista de última instancia.

2.4 La relevancia actual del modelo

El modelo de Minsky es multidisciplinar y permite ser aplicado tanto sobre el mercado de divisas como a los periodos de sobrevaloración y subvaloración de determinadas divisas de importancia internacional como son el marco alemán, el franco suizo, el yen japonés, el euro y otro tipo de monedas proclives a la sobrevaloración e infravaloración. A lo largo de la historia económica las monedas han sufrido importantes cambios sobre sus valores nacionales; valores que han intentado mantenerse en equilibrio mediante acciones aplicadas por bancos centrales con el objetivo de frenar estas desviaciones. La especulación siempre ha resultado beneficiosa para unos y perjudicial para otros; es decir, ha reportado grandes beneficios a los bancos

internacionales mientras que ha reportado pérdidas para otros bancos más pequeños y empresas industriales.

En toda situación atípicamente normal al sistema económico, la entrada de fondos extranjeros se ha traducido en una apreciación real de la moneda del país receptor del dinero, permitiendo cuadrar el aumento de déficit comercial con el aumento de los excedentes propios de la cuenta de capital. Ante esta situación, siempre ha sido inevitable y a la vez previsible que en un corto periodo de tiempo los ingresos monetarios de los nuevos préstamos se situasen por debajo del pago de los intereses asociados a los préstamos pendientes de pago; siendo este momento cuando se produce la devaluación de la moneda nacional del país en cuestión. Por otro lado, la operación contraria, caracterizada por una disminución de los flujos nacionales de dinero, es la necesidad de un superávit comercial que permita obtener el dinero necesario para poder hacer efectivos los pagos de intereses a los acreedores extranjeros. Este era el modo teórico de proceder, pero la realidad fue otra muy distinta. “La mayoría de estos prestatarios eludieron su obligación de pagar estos préstamos cuando los prestamistas dejaron de hacer nuevos préstamos” (Kindleberger, página 54, 2012). Resulta curioso que los prestamistas nunca se parasen a pensar el posible origen del dinero que los prestatarios utilizaban para pagar los intereses que debían cuando se cortaba el suministro del dinero en efectivo procedente de nuevos préstamos.

2.4.1 La “perfecta” burbuja de Islandia.

Islandia es un país con ciertas curiosidades. Es un país situado al norte de Europa y destaca por ser el país más pequeño con su propia moneda y una población que ronda los 300.000 habitantes. Entre los años 2002 y 2007, se produjeron una serie de cambios en el sistema económico del país: los precios de los bienes inmuebles doblaron sus precios originales y el precio de los títulos valores se multiplicaron por nueve. Una prueba de ello es que en el año 2002 el valor de los bienes raíces en propiedad de los bancos islandeses representaba un 150% del PIB del país; mientras que en el año 2007 su valor pasó a ser ocho veces superior al PIB de Islandia. Los bancos islandeses pasaron a ser un referente mundial bancario, ya que presentaban un ritmo de crecimiento muy superior a cualquier otro banco del mundo. Pero esta situación no podía mantenerse durante mucho más tiempo. Es entonces cuando estalló la burbuja, septiembre de 2008: la corona islandesa perdió la mitad de todo su valor, los

títulos valores comenzaron a cotizar a un 90% más bajo de sus respectivos precios, y la economía del país se declaró en recesión.

Debido al reducido tamaño del país, los procesos financieros asociados a una burbuja son más notorios e inmediatos que en otros países con mayor superficie y población. La burbuja comienza a provocar consecuencias en 1998 como resultado de las políticas de privatización bancaria llevadas a cabo por el gobierno que había en ese momento en el poder, proceso que se prolongó hasta 2002. Los compradores de acciones y títulos de estos bancos islandeses eran empresarios dedicados a la importación.

Posteriormente, en 2002, la moneda del país comenzó a sufrir una constante apreciación de su valor como consecuencia de un aumento desmesurado de la demanda extranjera de valores islandeses. Dicha situación vino dada por los altos beneficios que se esperaban de la corona islandesa. Por esta razón, los flujos de la corona islandesa comenzaron a expandir su radio de acción por todo el mundo: a Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España, Sudáfrica y Australia. Esto tuvo su repercusión en la cuenta de balances del país, pasando de presentar un pequeño excedente a un déficit de más del 20% de su PIB. El aumento de la demanda extranjera de la divisa islandesa provocó un aumento directo de los precios de los bienes.

La cantidad de activos valores que poseían los bancos islandeses era menor del 20% de sus activos; pero a medida de iban aumentando el precio de los valores, sus ganancias y su capital lo hacía con la misma velocidad. Como consecuencia de este aumento de bienestar económico, las entidades bancarias comenzaron a conceder préstamos a un ritmo tan elevado como el crecimiento de su capital. El círculo vicioso comenzó a formarse, hasta tal punto que hubo gente que utilizaba préstamos para comprar acciones. Estas acciones aumentaban su valor en un 70% cada año, y por lo tanto el capital bancario también. Los bancos cada vez se hacían con un mayor número de títulos nacionales y poco a poco se iban haciendo con la propiedad de todos estos títulos. Por otro lado, la deuda externa de Islandia aumentaba en un 30% anual; ya que el flujo de dinero a Islandia era de tres a cuatro veces más grande que los pagos de intereses que los ciudadanos islandeses estaban abonando a sus acreedores extranjeros. El círculo comenzó a apoderarse de las economías domésticas y las pequeñas empresas. El endeudamiento interno de los hogares y de las empresas iba en aumento, ya que con la facilidad de crédito que ofertaban los bancos islandeses, el

pago de los intereses de préstamos pendientes se realizaba con el dinero procedente de nuevos préstamos. No suficiente con esto, los propietarios de los bancos islandeses, empresarios en su gran mayoría, comenzaron a solicitar préstamos a los bancos internacionales. Con estos préstamos comenzaron a expandir sus actuaciones a otros países, destinando el dinero de los préstamos de bancos internacionales a la compra de empresas y bancos en Gran Bretaña y otros países del norte de Europa. Se abrieron sucursales de bancos islandeses en Londres, Berlín y otras capitales europeas, donde se obtuvieron grandes cantidades de dinero en forma de depósitos bancarios, los cuales fueron utilizados por las oficinas centrales de las entidades islandesas para el pago de los intereses de deuda.

Todo este revuelo económico y el surgimiento de Islandia como un sistema económico muy rentable hizo que se crease el rumor de que Reikiavik pudiese convertirse en un nuevo centro financiero internacional como lo eran Suiza, Hong Kong, o Luxemburgo.

El sistema de ganancias de la banca islandesa se basaba en los aumentos del precio de las acciones, el cual cada vez aumentaba a un ritmo mayor. La posibilidad de que los aumentos de los ingresos de las entidades bancarias continuasen, radicaba en el precio de las acciones y sus crecimientos. Como consecuencia de este aumento de los precios, esto repercutió en la riqueza del país y de sus ciudadanos; quienes se dejaron llevar y provocaron un auge del consumo en respuesta al aumento de la riqueza de los hogares (Kindleberger, página 56, 2012).

Todo se desmoronó con la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. Desde este momento las entidades bancarias islandesas comenzaron a tener muchas dificultades para obtener préstamos en los mercados extranjeros, por lo que se vieron obligados a suspender el pago de sus intereses de deuda. Este malestar económico afectó al precio de las acciones, las cuales dejaron de aumentar en sus precios y los prestatarios ya no conseguían hacerse con cantidades de efectivo que poder utilizar para pagar intereses de deuda incurriendo en el incumplimiento del pago de sus préstamos. “Las pérdidas de los bancos islandeses se dispararon” (Kindleberger, página 57, 2012). Como consecuencia, todos los bancos en esta situación quebraron y pasaron a ser propiedad del gobierno islandés.

3. LAS MANÍAS ESPECULATIVAS

Como ya hemos explicado anteriormente, el término “manía” se asocia con una pérdida temporal de la racionalidad; la cual se presupone existente por la teoría económica. Desde el punto de vista de bonanza económica, el mercado debe gozar de racionalidad, la cual es aportada por todos y cada uno de los individuos que participan del mismo. Veremos cómo este presupuesto es un *cliché* de la teoría económica.

3.1 La racionalidad de los mercados

La teoría económica parte erróneamente del supuesto de que ante la hipótesis de las “expectativas racionales” los sujetos participantes dentro del sistema económico reaccionarán siempre en base a la racionalidad cuando se produzcan cambios en las variables económicas; siendo capaces de considerar las posibles consecuencias e implicaciones a largo plazo con cada uno de estos cambios. Por ello, pensar que “toda la información está en el precio” es un razonamiento erróneo ya que la volatilidad de los precios es tan grande que pueden cambiar de manera repentina y completa con cada noticia o rumor.

Pero existe una manera de predecir de una manera racional la volatilidad de los precios según el momento. En contraste con la idea central de la teoría de las expectativas racionales, se podría considerar que los precios que se pronostican para la próxima semana o próximo mes son los que marcan los precios que existen en el momento presente, en definitiva, es “una visión retrospectiva desde el futuro al presente” (Kindleberger, página 60, 2012). Un claro ejemplo es el valor del oro y la volatilidad de su precio referencia, como bien analiza Charles P. Kindleberger “el precio del oro en el mercado al contado con entrega inmediata hoy se deriva de los precios que se espera que tenga el oro en dos o tres años, como se revela en un mercado de futuros descontado en el presente por un tipo de interés apropiado, por lo general el interés en los valores libres de riesgo del Tesoro de Estados Unidos”. Lo mismo ocurre con el tipo de cambio existente entre el dólar estadounidense y el dólar canadiense, el valor actual de este último es el que se pronostica que tenga el primero en un tiempo futuro habiendo sido descontado la diferencia entre los tipos de interés en ambos países.

Cuando intentamos analizar la racionalidad de los sujetos participantes en el sistema económico y que actúan como inversores debemos contemplar la existencia de 4 situaciones:

1. La hipótesis de una racionalidad existente la mayor parte del tiempo por la mayoría de los inversores.
2. La hipótesis de la existencia de racionalidad por todos los inversores la mayor parte del tiempo.
3. La hipótesis en la que existe completa igualdad entre todos los participantes en el mercado: misma inteligencia, misma información, mismos objetivos y mismo modelo económico utilizado.
4. La hipótesis de que todos los inversores actúan de manera racional de manera constante.

Cada una de estas hipótesis tienen pequeñas diferencias, pero diferencias que debemos tener en cuenta a la hora de analizar las implicaciones que tiene el comportamiento de los inversores. Normalmente, el argumento es entre dos posturas, la primera considera que ningún inversor es racional de manera constante en el tiempo, mientras que la segunda concibe que todos los inversores son siempre racionales. Incluso se han llegado a analizar y comparar situaciones tan dispares como la racionalidad existente en un grupo de economistas de más edad y otro grupo más joven. Por ello debería considerarse la racionalidad como una hipótesis inicial a la hora de analizar el funcionamiento del sistema económico de cara a un futuro a largo plazo; en vez de considerarse como la explicación del porqué de los sucesos económicos ocurridos.

Como explicábamos al principio de este epígrafe, la racionalidad de los inversores es similar al concepto de que a partir del precio obtenemos información total sobre el mercado cuando su volatilidad presenta niveles muy elevados. Una mención del economista Alfred Marshall explica perfectamente esta última reflexión:

“Los males de la negociación temeraria siempre tienden a extenderse más allá de las personas directamente afectadas... cuando los rumores se atribuyen al crédito de un banco, crean una estampida salvaje para intercambiar cualquiera de sus valores que pueden tener en su posesión; su confianza ha sido ignorante, su desconfianza ignorante y feroz. Tal prisa a menudo ha causado que un banco se vea abocado al fracaso, cuando éste podría haberles pagado poco a poco. El fracaso de uno causó

desconfianza e hizo estragos en los demás, acabando hasta con los bancos más sólidos; del mismo modo en que un fuego se propaga de una casa de madera a otra hasta que incluso los edificios a prueba de fuego sucumben a las llamas de una gran conflagración”³.

3.2 La racionalidad del individuo, la irracionalidad del mercado

Dentro del concepto económico, se suele asociar las manías con la “irracionalidad” o psicología de masas. El concepto de psicología de masas se basa en el fundamento de ser un “grupo que piensa”, mientras que la realidad es totalmente distinta. Lo que realmente sucede es que cada uno de los integrantes de este “grupo que piensa” y que participa en el mercado económico cambia sus ideales y reflexiones al mismo tiempo y hacia el mismo sentido como si de un “rebaño se tratase. También se ha considerado la hipótesis del origen de sus opiniones en función de un pronóstico del comportamiento de los mercados en distintos momentos, pero todos ellos pertenecientes a un mismo proceso continuo. El inicio de estos comportamientos es de manera racional, pero a medida que pasa el tiempo se va perdiendo el contacto con la realidad y cada vez a una velocidad mayor. Finalmente puede concebirse la idea de que la irracionalidad existe en los actos de los inversores como consecuencia de la ejecución de modelos erróneos, o porque omitan cierta información crucial ya sea por desconocimiento o porque no es acorde con el modelo ideal que han adoptado implícitamente⁴.

“La psicología de masas o histeria está bien establecida como una desviación ocasional de la conducta racional” (Kindleberger, página 64, 2012). Es curioso la proliferación de modelos económicos que intentan explicar la racionalidad del comportamiento humano; como es el caso del “efecto demostración” o el “efecto Duesenberry”. El efecto demostración se concibe como aquel conjunto de actos económicos ejecutados por un grupo de personas basado en gastar más de lo que ingresan por el simple motivo de mantenerse al mismo nivel que sus vecinos. El efecto Duesenberry afecta tanto a grupos de personas con grandes ingresos como a grupos de personas con bajos o inexistentes ingresos; y es que cuando se produce un aumento de los ingresos en cualquiera de ellos, su comportamiento siempre se orienta a

³ Alfred Marshall, *Money, Credit and Commerce* (1923, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1965), p.305.

⁴ Ver Frederic S.Miskin, ed., *Financial Markets and Financial Crises* (Chicago: University of Chicago Press, 1991), pp. 69-108; y Thomas Lux, *Economic Journal*, vol. 105 (julio 1995), pp. 881-96.

aumentar sus gastos por un mayor consumo, mostrándose posteriormente reticente a reducir el nivel de gastos cuando los ingresos se han reducido.

¿Cómo se concibe la irracionalidad en los mercados económicos? Es un proceso que puede desarrollarse a largo plazo o puede ser completamente repentino. En las expansiones económicas todo comienza con un aumento de los precios al consumidor y de los tipos de interés, pero estos primeros aumentan más lentamente que los tipos de inflación provocando que los tipos de interés reales disminuyan. Es en este momento cuando la irracionalidad del mercado comienza a afectar a los sujetos participantes en el mismo. Los prestamistas sufren de “ilusión monetaria” y hacen caso omiso de la disminución de los tipos de interés real. Sin embargo, los prestatarios no se dejan llevar por la ilusión monetaria y reconocen la situación aparejada con un descenso del tipo de interés real. Todas estas circunstancias crean un ambiente donde los inversores racionales creen que comprar más acciones o bienes raíces les reportará aumentos de ganancias anticipadas y unos intereses más bajos.

Este modelo parte de la base de la existencia de dos grupos de participantes con una concepción de mercado completamente distinta y afectados de manera diferente por la ilusión monetaria; de hecho, un tipo de interés demasiado bajo es un caso extraordinario de lo que puede ocurrir a gran escala en un futuro a corto plazo.

Si analizamos el proceso de especulación podemos dividirlo en distintas etapas, dos concretamente. En su primera etapa, los hogares, las empresas y los inversores reaccionan de una manera limitada y racional; mientras que en la segunda etapa, los pronósticos de ganancias nublan la racionalidad de los sujetos y comienzan a dominar los actos de los mismos. “Lo primero que buscan es el interés alto, pero eso pronto pasa a un segundo plano. Pasan a interesarse por las grandes ganancias que pueden conseguir vendiendo el principal”⁵. Un claro ejemplo sería lo ocurrido en EE.UU durante la década de 1830, los agricultores con ideas inversionistas compraban terrenos para el cultivo del algodón cuyo precio estaba al alza; pero posteriormente, comenzaron a adquirir la propiedad de las tierras con el único objetivo de obtener ganancias a la hora de volver a venderlas a un precio más alto. Estos agricultores y dueños de plantaciones de algodón acabaron por especular con las tierras.

⁵ Bagehot, *Lombard Street*, pp. 131-2.

Una vez analizadas las etapas de un proceso de especulación, vamos a centrarnos en los sujetos que participan en el mismo. Encontramos dos grupos de especuladores ya mencionados anteriormente, los *insiders* y los *outsiders*. Los *insiders* provocan una desestabilización del sistema como consecuencia de aumentar los precios de los bienes o valores para posteriormente vendérselos a los *outsiders* por el máximo de los precios alcanzado. Esto quiere decir que las ganancias reportadas por estos cambios de titularidad a los *insiders* son iguales a las pérdidas soportadas por los *outsiders*. Algunos economistas han sentido la idea de que por cada economista desestabilizador, debe haber uno estabilizador⁶. Destacamos los *insiders* profesionales, quienes exageran las subidas de precios desde el primer momento generando una desestabilización inminente y siendo fieles al pensamiento de que “la tendencia es mi amiga”. Cuando estos se cruzan con los *outsiders* aficionados es cuando se produce el reflejo más realista de la especulación. Estos *outsiders* aficionados son los que compran caro y venden barato cuando cunde el pánico entre ellos y son víctimas de una euforia tardía. Su comportamiento es cíclico, ya que una vez que han perdido en sus inversiones vuelven a sus tareas cotidianas para ahorrar y volver a derrochar de nuevo en un margen de tiempo entre cinco y diez años.

Un curioso ejemplo de *outsider* especulador y desestabilizador que se dejó llevar por la euforia y compró al alza y vendió a la baja fue protagonizado por el científico mundialmente conocido Isaac Newton. En la primavera de 1700 el científico afirmó “puedo calcular los movimientos de los cuerpos celestes, pero no la locura de la gente”. El 20 de abril de ese mismo año vendió sus acciones de la compañía Mares del Sur por una cantidad de 7000 libras con un beneficio de un 100%. Ante este resultado tan positivo se dejó llevar por la manía que afectaba a todo aquel que participaba en del sistema económico y acabó adquiriendo de nuevo acciones de la compañía Mares del Sur. Pero esta vez el resultado fue totalmente distinto, comprando un mayor número de acciones muy cercanas al precio máximo y acabando por perder un montante de 20.000 libras. Desde este momento Isaac Newton comprendió la existencia de hábitos irracionales que llevan a las personas a experimentar desastres financieros de manera cíclica.

Merece la pena destacar también lo ocurrido durante la transición de las economías planificadas a las economías de mercado en Europa del Este en la década

⁶ Johnson H. G., “*Destabilizing Speculation*”, p. 101.

de 1990. Algunos empresarios, antiguos miembros del ejercito en Albania, fundaron una serie de empresas cuya visión de negocio era prometer altas tasas de rendimiento, normalmente del 30% al mes. Además, los residentes de estos países habían acumulado gran cantidad de divisas y poseían un montón de depósitos repartidos entre los distintos bancos de propiedad estatal. Estos bancos ofrecían unos intereses por los depósitos muy bajos. Es entonces cuando los propietarios de los mismos comenzaron a interesarse por las altas tasas de rendimiento ofertadas por los empresarios propietarios de entidades financieras.

Tal fue la locura generada entre los ciudadanos, que algunos albaneses llegaron a vender sus bienes inmuebles y seguidamente alquilarlos a los compradores para conseguir capital y poder participar en la proliferación de depósitos en estas nuevas entidades financieras. Los intereses ofrecidos por estos depósitos eran muy superiores al alquiler que tenían que pagar por sus hogares. Este hecho se extendió por todo el mundo, hasta el punto de que albaneses residentes en ciudades como Nueva York y Chicago y Frankfurt enviaban dinero a sus familiares en territorio nacional para que se lo depositaran en estas nuevas entidades. Incluso algunos albaneses dejaron sus puestos de trabajo porque los intereses generados por estos depósitos eran superiores a sus sueldos y salarios. Por desgracia, este sistema de negocio era demasiado bueno para ser verdad y quebró al poco tiempo dejando en bancarrota a muchos albaneses.

En definitiva, todos estos ejemplos nos muestran la realidad del mercado. “Pese a la utilidad general de la suposición de racionalidad, los mercados en ocasiones (poco frecuentes) han actuado de forma irracional, aunque todos los participantes del mercado pensaban que estaban actuando de forma racional” (Kindleberger, página 80, 2012).

3.3 Los desplazamientos y los objetos de la especulación

Podríamos considerar como desplazamiento cualquier tipo de acontecimiento externo que provoque cambios determinantes en el porvenir del ciclo económico. Estos cambios pueden afectar al horizonte, las expectativas, las oportunidades de beneficio y el comportamiento de los sujetos. Por ejemplo, un aumento en el precio del combustible fósil podría considerarse como un desplazamiento; una devaluación del dólar no anticipada también; o un cambio de la legislación financiera y sus procedimientos; y especialmente cuando nos referimos a liberalizaciones de préstamos a grupos particulares de prestatarios. El impacto ocasionado por un “desplazamiento”, debe ser

lo suficientemente notorio y determinante como para provocar consecuencias directas en las perspectivas económicas. Los cambios diarios es cierto que también producen cambios de perspectiva, pero solamente una pequeña minoría son capaces de ser calificados como un impacto.

La guerra podría considerarse como un impacto, ya que afecta de manera directa a las perspectivas de futuro de un país sobre todos sus ámbitos. Si analizamos la historia, las crisis y las guerras suelen venir de la mano, antes o después del conflicto bélico el bienestar económico se resiente y da lugar a una época de crisis. Los cambios políticos de gran alcance también son considerados como impactos, ya que en función de sus consecuencias el sistema puede verse afectado y con un cambio de las expectativas.

Según Charles P. Kindleberger, entre los principales desplazamientos que se han producido recientemente debemos destacar “la desregularización de los bancos e instituciones financieras; las innovaciones tales como los derivados; los fondos mutuos y de cobertura, que ofrecen nuevas oportunidades de adquirir riqueza, aunque, sin embargo, presentan el riesgo de pérdida; los REITs (Real Estate Investment Trust) la flotación, por parte de los bancos, de los préstamos e hipotecas como valores negociables; y las ofertas públicas de venta (OPV) iniciales de empresas privadas”. Concretamente, la desregulación de las instituciones financieras fue uno de los factores principales que provocaron la burbuja de precios sobre los activos en el país japonés durante la década de 1980, especialmente durante la segunda mitad de la misma.

Además de los desplazamientos, debemos analizar también cuáles son los objetos de especulación. Si nos centramos en el conjunto de crisis, podemos formular la idea de que en la mayoría de éstas hay al menos dos objetos de especulación. Al igual que la solidez del sistema económico es la interconectividad existente entre los mercados nacionales, también se encuentran en conexión la especulación y las condiciones de crédito subyacentes. La diferencia aparece cuando la crisis se basa sobre objetos tan dispares como la crisis de 1847, en la que la volatilidad del precio sobre los ferrocarriles y el trigo fueron los detonantes; aunque en este caso podríamos afirmar que fue una crisis accidental en su origen.

Sin embargo, en el caso de las crisis japonesas, existe una conexión directa entre las burbujas de bienes raíces y acciones, ocurriendo de manera simultánea. Si contemplamos países de menor tamaño, especialmente, el valor de mercado de las empresas de bienes raíces representa un alto porcentaje del PIB y del peso de todas las acciones como grupo. En el momento en el que el precio de los terrenos aumenta, el valor de los activos pertenecientes a empresas de bienes raíces también aumenta, y por ende el valor de mercado de éstas. Lo mismo ocurre con los sujetos participantes, los inversores que acuden al mercado de valores para vender las acciones de bienes raíces acaban por obtener un dinero en efectivo que nuevamente será destinado a otras inversiones, pero esta vez se realizarán en otro sector distinto al relacionado con el negocio inmobiliario. Como ocurrió en la crisis inmobiliaria de España, cuando los precios de los bienes raíces aumentan, las probabilidades de que se produzca un auge en el negocio de la construcción y se incremente el valor de mercado de las empresas constructoras es completo. Este bienestar se traduce rápidamente al sector financiero, ya que las pérdidas de préstamos bancarios va disminuyendo de manera progresiva mientras los precios de los bienes inmuebles sigan en aumento. Pero el final de esta “burbuja” presenta una relación simbiótica; es decir, en el momento en el que los precios de los bienes raíces comienzan a descender, ocurre lo mismo con los precios de las acciones.

4. EL MOMENTO DE CRISIS Y LOS FACTORES DETERMINANTES

4.1 Cambio de expectativas

Como ya hemos analizado, los acontecimientos económicos siempre van aparejados a un proceso, a una razón inicial. En el caso de una crisis financiera, este origen lo marca un impacto que da lugar a la proliferación de una expansión económica fuera de los límites, que acaba convirtiéndose en un auge económico inicialmente y en euforia finalmente. Todo comienza con un rápido aumento de los precios, mucho más rápido que el PIB o ninguna otra medida de ingresos. Lo siguiente será una pequeña pausa en el aumento de estos precios, momento que será aprovechado por algunos inversionistas conocedores de la situación para vender algunos de sus activos y obtener sus ganancias. Esta desaceleración puede crear un nuevo ambiente de preocupación entre la población, instaurando un enfoque económico más cauteloso. Los precios comenzarán a bajar y es muy probable que la situación de preocupación anterior se convierta en pánico, el cual será el detonante de un crac.

El banquero británico Lord Overstone y el economista Walter Bagehot explicaron este proceso de una manera muy simple: “tranquilidad, mejora, confianza, prosperidad, excitación, sobrenegociación, convulsión, presión, estancamiento y finalmente de nuevo tranquilidad”⁷.

Si analizamos la última gran crisis financiera, debemos centrarnos en lo ocurrido en los Estados Unidos, donde la riqueza de los hogares fue completamente afectada en 2008 y 2009. Todo comienza con una reducción de más de un 30% en el valor de los bienes residenciales y con una reducción de un 50% del valor de las acciones. Ya en 2006 se observó que el valor de los bienes raíces comenzaba a descender; sin embargo, durante el año 2007 y el primer trimestre de 2008 la economía estadounidense experimentaba un crecimiento. Esta diferencia de crecimientos y tendencias fue lo que acabó provocando un colapso del sistema económico. Todo empeoró con la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, lo que provocó un pánico y un crac. Ante este suceso, las entidades bancarias comenzaron a actuar con una precaución desmedida, congelando el sistema de crédito. La combinación de una disponibilidad de crédito completamente limitada y una cautela absoluta de las economías domésticas se tradujo en un descenso muy pronunciado del PIB.

Los focos de esta crisis fueron las entidades bancarias de inversión y el sector inmobiliario. Los bancos de inversión comenzaron a experimentar dificultades cuando los prestatarios empezaron a atrasarse en sus pagos, lo que provocó que muchos de ellos devolviesen los préstamos hipotecarios a sus corredores solicitando la devolución del dinero, y las empresas que no podían hacer frente a los pagos se declararon en quiebra. El fin de los bancos de inversión fueron las hipotecas fallidas; hipotecas que habían concedido a un número masivo de clientes que posteriormente no pudieron afrontar el pago de sus intereses una vez declarados en quiebra.

Todo esto unido al comportamiento que experimentó el mercado inmobiliario es lo que provocó una potente crisis financiera. El incumplimiento del pago de los préstamos y la devolución de las hipotecas a los bancos provocó un radical descenso de la concesión de hipotecas. Este descenso coincide con un crecimiento de la construcción de viviendas, lo que se traduce en un descenso del ritmo de compra de las

⁷ *The Collected Works of Walter Bagehot*, ed. Norman St John Stevas (Londres: *The Economist*, 1978), vol. 9, p. 273.

viviendas. Los promotores inmobiliarios que habían invertido ingentes cantidades de dinero en la construcción de inmuebles con unas previsiones muy beneficiosas comenzaron a experimentar un aumento de su inventario de viviendas sin vender, y poco a poco el valor de estos inmuebles comenzó a bajar hasta situarse por debajo del coste de su construcción. En definitiva, la quiebra de los promotores.

4.2 El inicio de una crisis

El análisis del inicio de una crisis suele ser una de las partes más ambiguas y complicadas, ya que nadie quiere verse como su causante ni quiere ser la respuesta ante la pregunta ¿quién tiene la culpa? Vamos a analizar este punto en función de la *causa remota* y la *causa próxima*. La *causa remota* de cualquier crisis, como ya hemos dicho anteriormente a lo largo del trabajo, es la expansión del crédito y de la especulación; mientras que la *causa próxima* es algún hecho remarcable que provoca cambios en el comportamiento de los sujetos (principalmente desconfianza y precaución). La causa próxima puede ser algo trivial: una quiebra, un suicidio, el descubrimiento de un fraude, etc... es decir, un cambio en el punto de vista de algún participante con poder en el mercado que le lleve a vender. En este momento los precios caen y las expectativas cambian drásticamente. Los inversores que han utilizado prestamos para sus inversiones y financiar sus compras de bienes raíces y acciones comienzan a ver cómo el valor de sus activos comienza a bajar. La solución que ven los inversores ante este hecho es la obtención de efectivo mediante la liquidación de los bienes raíces y acciones. A medida que los precios siguen bajando, las posibilidades de pago de los prestamos se reducen. Las pérdidas sobre los prestamos bancarios aumentan y muchas sociedades mercantiles, bancos y sociedades intermediarias de descuento acaban por desaparecer como consecuencia de la quiebra.

Un claro ejemplo de *causa próxima* es lo ocurrido durante la crisis de 1857 en Nueva York. La noticia de que el barco de vapor "Central America" procedente de Panamá y con un cargamento de 2 millones de dólares en oro venía con retraso provocó el pánico en ciudades como Filadelfia o Chicago, donde existían extremas dificultades financieras. Dos días después se conoció la noticia de que el barco se había perdido en el fondo del mar sin estar asegurado⁸. Este ejemplo nos muestra cómo un simple accidente puede ser el detonante de una crisis.

⁸ George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: an Analytical Study* (Nueva York: Columbia University Press, 1943), p. 68.

4.3 Los cracs y los pánicos

Se concibe como crac económico un colapso de los precios de los activos y valores o la quiebra o fracaso de una importante empresa o un banco. Mientras que un pánico es “un repentino miedo sin causa” (Kindleberger, página 155, 2012), que tiene consecuencias en los mercados de activos o en la manera de convertir estos mismos en dinero líquido. Una crisis financiera puede presentar ambas situaciones y en cualquier orden. Por ejemplo, en el año 1929 se produce el crac y el pánico en la bolsa de Nueva York, lo que repercutió de manera negativa tanto en el mercado de productos básicos como en el mercado de los bienes raíces y generando caídas en los ingresos, el empleo y la producción. Pero no dio lugar a ningún pánico dentro del mercado monetario, gracias a la actuación de la Reserva Federal quien impidió el aumento de las tasas de interés mediante la introducción de liquidez al mercado.

Partiendo de la base de una retroalimentación positiva por parte del sistema, podemos asegurar que los ciclos de deflación de la deuda se traducen en una disminución de los precios de los activos y los productos básicos. A su vez, los bancos comienzan a poner más problemas a la concesión de préstamos hasta el punto de rechazar la concesión de otros nuevos. Las compañías empiezan a notar que sus inventarios van creciendo por falta de ventas y acaban rebajando sus precios para darle salida y al menos obtener cierto reembolso. El descenso de los precios hace que las compañías vayan a la quiebra. Las economías domésticas también se ven afectadas, las familias necesitan efectivo y comienzan a vender sus títulos y propiedades. Las empresas aplazan el pago de sus intereses y se echan hacia atrás en sus inversiones, generando un descenso aún más rápido de los precios. Si las compañías se hunden, los préstamos bancarios provocan pérdidas y los bancos acaban por declararse en quiebra y ante el miedo que este hecho genera, los depositantes retiran su dinero de las entidades bancarias.

La retirada masiva de depósitos provoca un aumento en la demanda del reembolso de préstamos y a su vez de la oferta de títulos. Los sujetos participantes en el mercado económico (bancos, inversores y compañías industriales) necesitan de efectivo, pero no lo obtendrán mediante la venta de sus activos con mayor riesgo, sino con la venta de sus mejores títulos. Este hecho provoca un descenso de los precios. Puede que durante un periodo de tiempo el conglomerado bancario aguante la situación, pero al final no podrá impedir el derrumbe del sistema. Como concibe Sprague, las

familias, las compañías y los bancos son “muy parecidos a una fila de ladrillos, en la que la caída de uno pone en peligro la estabilidad de los demás”⁹.

5. CONCLUSIONES

- Las crisis económicas tienen su origen en infinidad de variables; desde variables relacionadas con los tipos de intereses, hasta variables relacionadas con el valor que se le otorgue a un objeto que en un primer momento tiene un precio irrisorio y finalmente es considerado hasta moneda de cambio (crisis de los tulipanes).
- Todas las oleadas de crisis analizadas se caracterizan por la existencia de flujos transfronterizos de dinero, lo cual se traduce automáticamente en el aumento progresivo del valor de la moneda, los precios de los bienes raíces y las acciones de estos países.
- La historia de las crisis financieras y las quiebras bancarias son el resultado de la implosión de burbujas de crédito: en la mayoría de los casos, las crisis monetarias disparan las crisis bancarias.
- Los ciclos de deflación de la deuda se traducen en una disminución de los precios de los activos y los productos básicos.
- Durante las manías, el aumento del precio de bienes raíces, acciones o productos básicos provocan un crecimiento considerable del consumo y del gasto en inversión, lo cual se traduce en una aceleración del crecimiento económico. Por ello, los inversionistas y los prestamistas aceleran su actividad y comienzan a ser más optimistas, y los precios de los activos aumentan con mayor rapidez.
- El modelo de Minsky se fundamentaba en la teoría de que los cambios en la oferta de crédito eran pro-cíclicos y que aumentaban cuando la economía estaba en época de bonanza y descendían en épocas de desaceleración.
- Desde el punto de vista de Minsky los aumentos sobre la oferta de crédito durante los ciclos de crecimiento y la subsiguiente reducción de la oferta eran el origen de las múltiples dificultades que presentaban los arreglos

⁹ Sprague, History of Crises, p. 253.

financieros en su aplicación y por tanto el aumento de las probabilidades ante una crisis financiera.

- La especulación consiste en la adquisición de activos a un determinado precio con el objetivo de proceder a su reventa, pero a precios más altos que el de adquisición o renta de inversión.
- Encontramos dos grupos de especuladores, los *insiders* y los *outsiders*. Los *insiders* provocan una desestabilización del sistema como consecuencia de aumentar los precios de los bienes o valores para posteriormente vendérselos a los *outsiders* por el máximo de los precios alcanzado.
- La especulación puede realizarse a pequeña escala, economías de hogar, o a gran escala, grandes empresas y sujetos de importante repercusión dentro del sistema económico.
- Los acontecimientos económicos siempre van aparejados a un proceso, a una razón inicial. En el caso de una crisis financiera, este origen lo marca un impacto que da lugar a la proliferación de una expansión económica fuera de los límites, que acaba convirtiéndose en un auge económico inicialmente y en euforia finalmente.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Kindleberger, C. (2012). *Manías, pánicos y cracs*. 1st ed. Barcelona: Ariel, pp.1-156.
- C.P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2.^a ed. (Berkeley: University of California Press, 1986).
- H. M. Hyndman, *Commercial Crises of the Nineteenth Century* (1892; 2.^a ed. [1932], Nueva York: Augustus M. Kelley, 1967), p. 96.
- Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873, Londres: John Murray, 1917), p.18.
- Alfred Marshall, *Money, Credit and Commerce* (1923, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1965), p.305.
- Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776, Nueva York: Modern Library, 1937), pp. 703-4.
- Charles Mackay, *Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds* (1852, Boston: L. C. Page Co., 1932).
- Frederic S.Miskin, ed., *Financial Markets and Financial Crises* (Chicago: University of Chicago Press, 1991), pp. 69-108.
- Thomas Lux, *Economic Journal*, vol. 105 (julio 1995), pp. 881-96.
- Bagehot, *Lombard Street*, pp. 131-2.
- Johnson H. G., "Destabilizing Speculation", p. 101.
- *The Collected Works of Walter Bagehot*, ed. Norman St John Stevas (Londres: The Economist, 1978), vol. 9, p. 273.
- George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: an Analytical Study* (Nueva York: Columbia University Press, 1943), p. 68.
- Sprague, *History of Crises*, p. 253.

7. WEBGRAFÍA

- Dle.rae.es. (2019). [online] Disponible en: <http://dle.rae.es/srv/search?m=30&w=crisis> [Acceso 12 enero 2019].
- Libertad Digital. (2019). *Cronología de las crisis financieras del último siglo*. [online] Disponible en: <https://www.libertaddigital.com/economia/cronologia-de-las-crisis-financieras-del-ultimo-siglo-1276406696/> [Acceso 13 enero 2019].
- RT en Español. (2019). *Las 5 crisis económicas que cambiaron la historia*. [online] Disponible en: <https://actualidad.rt.com/economia/view/120489-crisis-economicas-cambiaron-historia> [Acceso 17 enero 2019].
- BBC News Mundo. (2019). *Cómo fue la "crisis de los tulipanes", la primera gran burbuja financiera de la historia mundial*. [online] Disponible en: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-44162659> [Acceso 14 enero 2019].
- Eleconomista.es. (2019). *El tulipán que nunca floreció: la primera burbuja especulativa de la historia - elEconomista.es*. [online] Disponible en: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/8244134/03/17/El-tulipan-que-nunca-floreccio-La-primera-burbuja-especulativa-de-la-historia.html> [Acceso 17 enero 2019].