Teorías explicativas de las crisis de balanza de pagos.

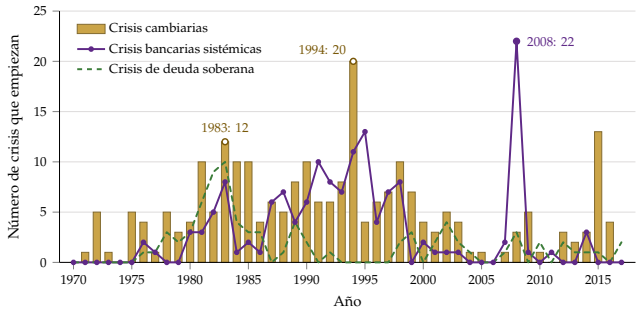
Introducción *2′30″*

- **Enganche**: «nadie escarmienta en cabeza ajena».
  - México 1994, Asia 1997, Rusia 1998, Argentina 2001-2002: del capital que entra al que huye en semanas.
- **Relevancia**:
  - **151 bancarias y 236 cambiarias** (Laeven-Valencia, 1970-2017); caras: Indonesia −13,1 % (PIB 1998).
  - España: peseta 1992-1993 [4.A.27]; parada súbita 2010-2012 [4.A.28].
- **Contextualización**: **crisis de BP**: no poder financiar el déficit o la deuda exterior a los precios vigentes ⇒ ajuste brusco.
  - 4 tipos (Claessens-Kose): cambiaria, parada súbita, de deuda [3.B.29], bancaria [3.B.26]; **gemelas** = bancaria + cambiaria.
  - **Generaciones** (Eichengreen-Rose-Wyplosz, 1995): cada oleada trae su modelo.
- **Problemática**: ¿políticas, expectativas o balances? ¿Inevitables? ¿Predecibles? ¿Por qué se contagian?
- **Estructura**: I, 1.ª y 2.ª generación; II, gemelas; III, contagio y predicción.

Introducción ..... 2′30″
I. Crisis cambiarias: 1.ª y 2.ª generación ..... 11′
1. Primera: crisis por los fundamentos ..... 5′
2. Segunda: crisis autocumplidas ..... 6′
II. Tercera generación: crisis gemelas ..... 9′
1. Idea ..... 1′30″
2. Modelos ..... 5′30″
3. Evidencia empírica ..... 1′
4. Valoración ..... 1′
III. Contagio, predicción, ¿4.ª? ..... 6′30″
1. Idea ..... 0′30″
2. Contagio por los fundamentos ..... 1′30″
3. Contagio puro ..... 1′30″
4. Alerta temprana ..... 1′30″
5. ¿Hacia una cuarta generación? ..... 1′30″
Conclusión ..... 1′

I. Crisis cambiarias: 1.ª y 2.ª generación *11′*

Un tipo fijo cae cuando la política interna lo hace inviable (1.ª: inevitable y predecible) o cuando el mercado cree que el gobierno no querrá pagar lo que cuesta defenderlo (2.ª: evitable, pero impredecible: la crisis cumple su propia profecía).



Crisis bancarias, cambiarias y de deuda que empiezan cada año, 1970-2017

- Oleadas cuando el capital se mueve: Bretton Woods (1971-1973), deuda latinoamericana (1982), SME (1992-1993), Asia, Argentina, 2008, euro.
  - Cambiarias: 25 (70), 74 (80), 84 (90); máximo, 20 en 1994.
- **Tipo sombra** $\tilde{E}$: el que habría si flotara; **índice de presión cambiaria**: depreciación + pérdida de reservas + ↑i.

I.1. Primera generación: crisis por los fundamentos (Krugman, 1979; Flood-Garber, 1984)

a) Idea

- Salant-Henderson (1978) sobre el oro, llevado a las divisas; Flood-Garber linealizan y fechan el ataque.
- Explica Bretton Woods y América Latina en los 70-80 (México 1976 y 1982, Argentina 1981).
- 3 pasos:
  1. *política incompatible*: el banco central financia el déficit con tipo fijo;
  2. *las reservas se agotan*: el dinero sobrante se cambia por divisas; $\tilde{E}$ se deprecia;
  3. *ataque predecible*: cuando $\tilde{E}$ alcanza a $\bar{E}$.
- «Tanto va el cántaro a la fuente que al final se rompe».

b) Modelo

▹ *i) Supuestos*

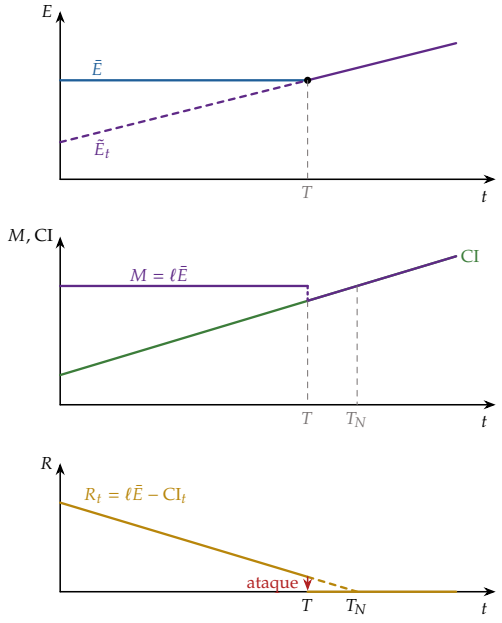
- 9, en 3 grupos:
  - *lo que crea el problema*: $\bar{E}$ fijo y capital libre (⇒ sin autonomía monetaria: trilema);
  - *la economía y el dinero*: pequeña y abierta; PPA ($P = E$); PNCI ($i = i^* + \dot{E}/E$); $M/P = kY - hi$;
  - *el banco central y la política*: multiplicador = 1, M^S = CI + R ($\Delta R = -\Delta$CI: enfoque monetario de la BP); $\dot{\text{CI}} = \mu > 0$; previsión perfecta.

▹ *ii) Desarrollo*

- Con $\ell \equiv kY - hi^*$: $M^S = \ell E - h\dot{E}$.
- Con paridad, $R = \ell\bar{E} -$ CI cae al ritmo μ; sin ataque, se agotan en $T_N = R_0/\mu$.
- Tipo sombra: $\tilde{E} = \text{CI}/\ell + h\mu/\ell^2$.
- Cadena de 4 eslabones: política (↑ CI) → reservas (↓ R) → tipo sombra (↑ $\tilde{E}$) → ataque.
- Por no arbitraje, ataque cuando $\tilde{E}_T = \bar{E}$:

$$T = \frac{R_0}{\mu} - \frac{h}{\ell} < T_N$$

  - En T se llevan las reservas que quedan ($h\mu/\ell$); el dinero cae y el tipo flota al ritmo μ/ℓ.
  - Antes con menos R_0, más μ, $\bar{E}$ más apreciado y más h.
  - Ejemplo: $\ell = 2$, $\bar{E} = 2$, $\text{CI}_0 = 1$, $\mu = 0{,}5$, $h = 2$ ⇒ $R_0 = 3$, $T_N = 6$, $T = 5$; quedan 0,5 de reservas; el dinero cae de 4 a 3,5.



Tipo sombra, dinero y reservas: el ataque en $T < T_N$

▹ *iii) Implicaciones*

- La causa es la política: predecible e inevitable.
- El tipo fijo no disciplina: **dominancia fiscal** (Sargent-Wallace, 1981) [3.A.39].
- Salida: renunciar a un vértice de la **trinidad imposible** [3.B.15].

c) Extensiones

- Incertidumbre: el «problema del peso».

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

- Esterilización (Flood-Garber-Kramer, 1996): México 1994.

d) Evidencia empírica

- México 1973-1982 (Blanco-Garber, 1986); Argentina y la *tablita* (1979-1981).
- *Pool* del oro (1968) y dólar (1971).

e) Valoración

- Predice mal los 90: información perfecta, gobierno mecánico (no sube tipos ni pide prestado), sin efectos reales.
- Septiembre de 1992: caen monedas sin déficits monetizados.

I.2. Segunda generación: crisis autocumplidas (Obstfeld, 1994, 1996)

a) Idea

- SME 1992: tras la reunificación, el Bundesbank sube tipos; socios camino de la recesión.
  - «No» danés (junio) → ataque a libra, lira y peseta en septiembre.
  - 3 explicaciones (Eichengreen-Wyplosz, 1993): competitividad pasada, políticas futuras (autocumplida), perturbación asimétrica.
- Lo nuevo: el RU tenía reservas y no monetizaba; defender costaba demasiado paro.
- 3 elementos: credibilidad, gobierno que optimiza, **equilibrios múltiples**.

b) Modelo: la cláusula de escape

▸ *i) Supuestos (a partir de Barro-Gordon; síntesis de Jeanne, 2000)*

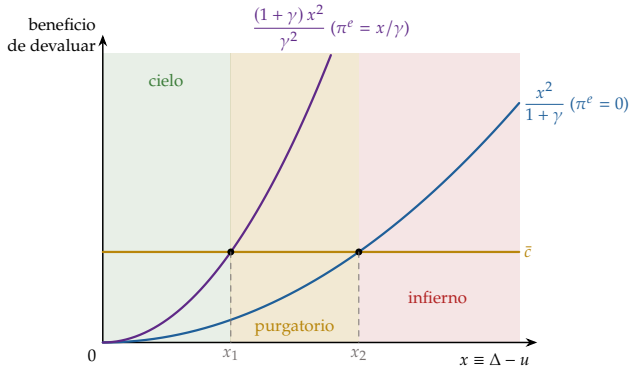
- Pérdida: $L = (Y^{\text{obj}} - Y)^2 + \gamma\pi^2$ ($+\bar{c}$ si devalúa).
- Oferta de Lucas: $Y = Y^n + (\pi - \pi^e) + u$; $\Delta \equiv Y^{\text{obj}} - Y^n > 0$.
- PPA relativa ($\Delta E/E = \pi$); el público fija π^e, se conoce u, decide el gobierno.

▸ *ii) Desarrollo*

- Con $x \equiv \Delta - u$ y $X \equiv x + \pi^e$:
  - fijo: $L^{\text{fijo}} = X^2$;
  - flotar: $\pi^{\text{flex}} = X/(1+\gamma)$, $L^{\text{flex}} = \frac{\gamma}{1+\gamma}X^2 + \bar{c}$.
- Devalúa si

$$L^{\text{fijo}} - L^{\text{flex}} = \frac{(x+\pi^e)^2}{1+\gamma} > \bar{c}$$

- 3 regiones:
  - **cielo**, $x < x_1 \equiv \gamma\sqrt{\bar{c}/(1+\gamma)}$: aguanta siempre;
  - **purgatorio**, $x_1 \le x \le x_2$: cae si y solo si se espera;
  - **infierno**, $x > x_2 \equiv \sqrt{(1+\gamma)\bar{c}}$: cae siempre.
- Expectativas racionales: $\pi^e = 0$ o $\pi^e = \pi^{\text{flex}} = x/\gamma$.
- Con devaluación, $\pi = x/\gamma$: el sesgo de Barro-Gordon [3.A.36].



Cielo, purgatorio e infierno

▸ *iii) Implicaciones*

- Los fundamentos importan pero no deciden solos ($\uparrow\Delta$, $\downarrow u$, $\downarrow\gamma$, $\downarrow\bar{c}$).
- Evitables e impredecibles (manchas solares).
- Defender cuesta más cuanto más se espera: $i - i^* \approx \gamma E^e + \rho$.
  - Riksbank al **500 %** (16/9/1992); flota el 19/11.
- Inconsistencia temporal (Kydland-Prescott, 1977).
- *Política*: fundamentos y reservas, atarse las manos (caja de conversión, unión [3.B.16]) o flotar.

c) Extensiones

- Juego de 2 especuladores (6 unidades cada uno, coste 1, devaluación 50 %):
  - reservas 20: nadie ataca; 6: atacar es dominante;
  - 10: 2 equilibrios de Nash, el purgatorio en pequeño:

	N	V
N	**(0, 0)**	(0, −1)
V	(−1, 0)	$(\frac{3}{2}, \frac{3}{2})$

- **Juegos globales** (Morris-Shin, 1998): con ruido, umbral único.
- Antes, Obstfeld (1986); deuda pública (Calvo, 1988).

d) Evidencia empírica

- SME: libra (16/9/1992, Soros); franco francés: indicios de especulación autocumplida (Jeanne, 1997); México 1994, mixta.

e) Valoración

- Predice poco; pérdida *ad hoc*; sin balances ni devaluación contractiva; no explica Asia.

II. Tercera generación: crisis gemelas 9′

La crisis empieza en los balances de bancos y empresas, no en la política monetaria: la bancaria y la cambiaria se alimentan, y los efectos reales son mucho mayores.

II.1. Idea

- Tailandia deja flotar el bat (2/7/1997); caen Filipinas, Malasia, Indonesia, Corea.
- 4 rasgos nuevos: buenos fundamentos, efectos reales enormes, huida del capital (no decisión del gobierno), crisis gemela.
- 3 pasos:
  1. *debilidades ocultas*: supervisión débil, garantías implícitas;
  2. *apertura financiera rápida*: capital a corto y en divisas [3.B.18];
  3. *retroalimentación*.
- 3 nexos: bancaria → cambiaria (rescates); cambiaria → bancaria (balances); causa común (parada súbita).

II.2. Modelos

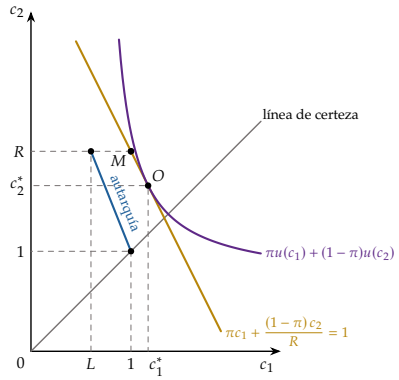
a) Riesgo moral y fragilidad (McKinnon-Pill, 1998; Krugman, 1998)

- *Idea*: garantías implícitas + tipo fijo ⇒ endeudarse en exceso, en divisas y a corto.
- *Modelo*:
  - rescates esperados = deuda pública oculta: lógica de 1.ª generación (Corsetti-Pesenti-Roubini, 1999);
  - iliquidez internacional (Chang-Velasco, 2001): el pánico de Diamond-Dybvig en economía abierta, sin prestamista en divisas.

▸ *Diamond-Dybvig (1983; Nobel 2022 con Bernanke)*

- 3 fechas ($T = 0, 1, 2$); depositantes impacientes (π) o pacientes; activo ilíquido ($R > 1$ en $T = 2$; $L \le 1$ en $T = 1$).
- El banco asegura liquidez: $1 < c_1^* < c_2^* < R$, con $u'(c_1^*) = Ru'(c_2^*)$.
- 2 equilibrios: esperar o pánico.
- Soluciones: garantía de depósitos, suspensión («corralito»), prestamista de última instancia; fallan con depósitos en divisas.
  - Grecia: **≈40.000 M€ de depósitos** (1.er sem. 2015); cierre de bancos en junio.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal



Autarquía, mercado y óptimo: el banco asegura liquidez

- *Implicaciones*: supervisar antes de abrir, reservas, flexibilidad (o dolarización).
- *Valoración*: explica la deuda acumulada, no el momento ni la amplificación.

b) Hojas de balance (Krugman, 1999)

▹ *i) Supuestos*

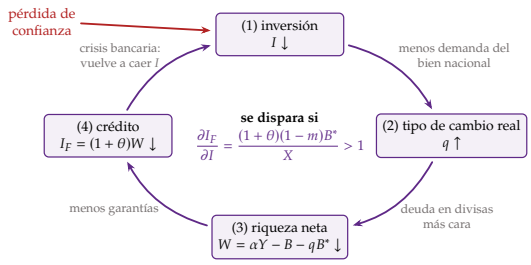
- $Y = K^\alpha L^{1-\alpha}$; los trabajadores consumen $(1-\alpha)Y$.
- Riqueza empresarial: $W = \alpha Y - B - qB^*$ (deuda en divisas B^*).
- Restricción de crédito: $I \le I_F \equiv (1+\theta)W$.
- $Y = (1-m)[(1-\alpha)Y + I] + qX$.

▹ *ii) Desarrollo: la espiral*

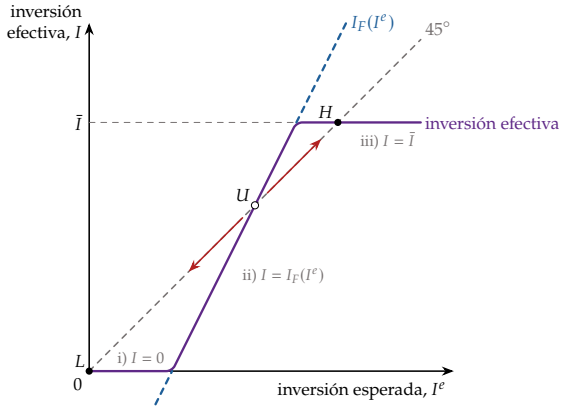
- $\downarrow I$ (1) $\to \uparrow q$ (2) $\to \downarrow W$ (3) $\to \downarrow I_F$ (4) $\to \downarrow I$:
  - $q = \frac{[1-(1-m)(1-\alpha)]Y-(1-m)I}{X}$;
  - $I_F \le (1+\theta)\,[\alpha Y - (B + qB^*)]$.
- Gráfico: I^e en abscisas; $I = \min\{\max[0, I_F(I^e)], \bar{I}\}$ en ordenadas (I_F es techo, no la inversión hecha).
- Se dispara si

$$\frac{\partial I_F}{\partial I} = \frac{(1+\theta)(1-m)B^*}{X} > 1$$

  - más fácil con más apalancamiento θ, más deuda en divisas frente a exportaciones, menos apertura m.
- 3 equilibrios: L (inversión nula) y H, estables; U, inestable.



La espiral: inversión, tipo real, riqueza y crédito



Inversión esperada y efectiva: L, U y H

▹ *iii) Implicaciones y valoración*

- Origen financiero, efectos reales; menos predecibles.
- Subir tipos cierra un canal y abre otro (Furman-Stiglitz, 1998) [3.B.22].
- Líneas de crédito y controles temporales; prevención término a término.
- *Valoración*: estático, sin bancos, sin detonante.

c) Paradas súbitas y pecado original

- «No es la velocidad lo que mata, es la parada súbita» (Dornbusch et al., 1995); Calvo (1998).
- *Supuestos*: déficit financiado con entradas; comerciables y no comerciables; deuda en divisas: **pecado original** (Eichengreen-Hausmann, 1999).
- *Desarrollo*:
  - la cuenta corriente mejora de golpe lo que deja de entrar;
  - depreciación real y recesión, mayores cuanto más cerrada;
  - con deuda en divisas, crisis de balance.
- *Implicaciones*: **miedo a flotar** (Calvo-Reinhart, 2002); autoseguro; no es solo culpa del país.
  - No confundir con **intolerancia a la deuda** ni con descalce.
- *Evidencia*: México 1994-1995 (*tesobonos*). *Valoración*: toma la parada como dada → contagio.

II.3. Evidencia empírica

- Tailandia: déficit ≈8 % del PIB (1995-1996).
- Los problemas bancarios preceden a la cambiaria (Kaminsky-Reinhart, 1999).
- ¿Pánico (Radelet-Sachs, 1998) o fundamentos (Corsetti et al., 1999)?
- Siguen: lira turca −28 % (2018); Argentina, **57.000 M$ del FMI** (2018), 366,5 → 800 pesos (dic. 2023), programa de 20.000 M$ (2025).

II.4. Valoración

- Una familia, no un modelo; vuelven los equilibrios múltiples.
- Acelerador financiero abierto (Aghion-Bacchetta-Banerjee, 2001) [3.A.42].

	1.ª	**2.ª**	**3.ª**
Origen	déficit monetizado	coste de la paridad y expectativas	balances
Gobierno	pasivo	optimiza	rescata
Fundamentos	malos	intermedios	buenos en apariencia
¿Predecible?	sí	no	no
Efectos reales	no	pequeños	grandes
Ejemplo	América Latina	SME 1992	Asia 1997

III. Contagio, predicción y ¿cuarta generación? *6′30″*

Se contagian por el comercio, por los acreedores comunes y por las expectativas; los indicadores dicen quién es vulnerable, no cuándo cae; las crisis recientes son de balance, sin tipo fijo que defender.

III.1. Idea

- **Contagio**: la crisis de uno aumenta por sí misma la probabilidad de crisis en otro.
  - No lo son los «efectos monzón» (choque común).
  - 2 tipos (Kaminsky-Reinhart, 2000): por los fundamentos y puro.

III.2. Contagio por los fundamentos

a) Vínculos comerciales

- *Bilaterales*: la devaluación de uno resta demanda y competitividad a sus socios.
  - Libra → libra irlandesa; peseta → escudo (1992-1993) [3.B.16].
  - Argentina (impago 12/2001, fin de la convertibilidad 1/2002; PIB −10,9 %) → Mercosur.
- *Tercer mercado*: compiten en un tercero ⇒ devaluar en cadena (EE. UU. en los 80; Japón, Hong Kong, Singapur en 1997).

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

b) Vínculos financieros

- *Bilaterales*: Uruguay 2002: los argentinos retiran sus depósitos en dólares; crisis bancaria y de deuda, PIB −7,7 %.
- **Prestamista común**: con pérdidas en un país, recorta en los que parecen parecidos.
  - México (bancos de EE. UU.), Tailandia (japoneses), Rusia (europeos) (Van Rijckeghem-Weder, 2001).

III.3. Contagio puro

a) Imperfecciones informativas

- Sin cambio de fundamentos: rebaño y salto entre equilibrios múltiples.
  - *llamada de atención*: se descubren problemas que ya había (corrección eficiente);
  - *errores al extraer señales*: se supone sin razón que los parecidos tienen lo mismo;
  - *manchas solares*: falta de coordinación, equilibrio de crisis que se cumple solo;
  - *riesgo moral*: se duda de la ayuda y se mira de golpe a los fundamentos;
  - *régimen cambiario común*: romper cuesta menos si otro ya rompió.

b) Efectos dominó

- Impago de la contraparte: bancos con poco capital; 1982, préstamos dudosos en pocos bancos [3.B.29].
- Recomposición de carteras por falta de liquidez o de capital.
- *Subprime* y BNP Paribas (9/8/2007); Grecia 2010.

c) Evidencia empírica

- Corregida la volatilidad, mucho «contagio» es interdependencia (Forbes-Rigobon, 2002).
- *Taper tantrum* 2013 (Eichengreen-Gupta, 2015).

III.4. Alerta temprana

- Difícil: con equilibrios múltiples se sabe dónde, no cuándo.
- Métodos:
  - *señales* (Kaminsky-Lizondo-Reinhart, 1998): sobrevaloración real, crédito, reservas, M2/reservas, exportaciones;
  - *probit-logit* (Frankel-Rose, 1996).
- Fuera de muestra, poco (Berg-Pattillo, 1999); en 2008-2009 sí: reservas y sobrevaloración.
- Indicadores: Greenspan-Guidotti, ARA del FMI, PII, descalces, brecha de crédito; FMI-FSB desde 2009.

III.5. ¿Hacia una cuarta generación?

- Krugman (2001): crisis financieras con otros activos en lugar del tipo de cambio.
- 2007-2008 le dio la razón: parada súbita en emergentes, líneas *swap*.
- Euro 2010-2012: parada súbita sin crisis cambiaria; TARGET [4.A.21].
- Ciclo financiero mundial: la Fed mueve crédito y flujos, también con flotación; Rey (2013): dilema, no trilema [3.B.15].
- Respuesta: red de seguridad, macroprudencial [3.B.27]; el FMI acepta medidas de gestión de flujos (2012).

Conclusión *1′*

- **Recapitulación**: 3 maneras de caer:
  - políticas incompatibles, expectativas autocumplidas, balances frágiles;
  - contagio por comercio, prestamistas y expectativas; nadie predice el momento.
- **Relevancia**: siguen (Turquía 2018, Argentina 2018 y 2023) ⇒ reservas, supervisión, FMI.
- **Extensiones**: [3.B.15] [3.B.16] [3.B.26] [3.B.27] [3.B.22] [3.B.29].
- **Opinión**: cada generación explicó la anterior, no la siguiente; la crisis «tarda mucho más en llegar… y luego ocurre mucho más deprisa» (Dornbusch, 1997); defensa: políticas coherentes, banca supervisada, balances sanos, reservas.
- **Idea final**: volviendo al refrán, nadie escarmienta en cabeza ajena: cuando todo va bien, siempre parece que esta vez es distinto.

Datos clave

- 1970-2017: **151 bancarias, 236 cambiarias (máx. 20 en 1994)** (Laeven-Valencia).
- PIB 1998: **Indonesia** −13,1 **%, Tailandia** −7,6**, Corea** −4,9 (FMI); Argentina −10,9 (2002).
- Riksbank: **500 %** (16/9/1992).
- Argentina: **57.000 M$ (2018); 20.000 M$ (2025)** (FMI).

Autores y fechas

1979 Krugman: 1.ª generación
1983 Diamond-Dybvig: pánicos
1984 Flood-Garber: momento del ataque
1996 Obstfeld: cláusula de escape
1998 Calvo: paradas súbitas; Morris-Shin
1999 Krugman: hojas de balance; Kaminsky-Reinhart
2002 Calvo-Reinhart: miedo a flotar
2013 Rey: dilema, no trilema

Preguntas del tribunal

1. **¿Por qué el ataque llega antes de agotar las reservas?** No arbitraje: cuando $\tilde{E} = \bar{E}$; antes, si $h > 0$.
2. **¿Qué diferencia la 2.ª de la 1.ª?** Gobierno que optimiza y equilibrios múltiples: evitable e impredecible.
3. **¿Funcionó subir tipos en Asia?** Cierra la depreciación y abre la quiebra de balances.
4. **¿Puede haber crisis en una unión monetaria?** Cambiaria no; parada súbita y de deuda sí.
5. **¿Se pueden predecir?** Se ve la vulnerabilidad, no el momento.

Ojo en el test

- E directo: $\uparrow E$ = depreciación.
- 1.ª: ataque en $T = R_0/\mu - h/\ell$, *antes* de T_N; con $h = 0$ coinciden.
- Contagio ≠ choque común («monzón»).
- Problemas bancarios suelen *preceder* a la cambiaria.
- Greenspan-Guidotti: reservas ≥ deuda exterior a corto.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal