



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

ECONOMÍA

**EL EFECTO DEL EFFICIENT MARKET THEORY SOBRE LAS
DECISIONES DE LOS ASESORES FINANCIEROS: ¿POR QUÉ
CREEMOS QUE SOMOS MEJORES INVERSIONISTAS DE LO
QUE DE VERDAD SOMOS?**

**Trabajo de suficiencia profesional presentado para optar al
Título profesional de Economía**

Presentado por

Nancy Vargas Cáceres

Kelly Hiunying Wu Lam

Lima, febrero de 2020

RESUMEN EJECUTIVO

Después de la Crisis Financiera de 2008, han surgido diversas investigaciones que buscan explicar las causas, consecuencias y las lecciones alrededor de este suceso. De manera específica, la comunidad académica ha tomado interés en revisar la condición de este mercado. El presente trabajo pretende evidenciar que, tomando el *Crush* 2008, los asesores financieros son capaces de generar ganancias solo en el corto plazo, debido a que el mercado de inversiones es eficiente.

Para tal efecto, se ha revisado la literatura y el consenso académico para la Crisis de 2008. Específicamente, en base a lo expuesto por Minsky (1992) sobre la eficiencia del mercado financiero se concluye que no es posible “ganarle” al mercado de manera sostenida. Es decir, los momentos donde los inversionistas son cautelosos, conducen a que el *policy maker* instaure medidas que lleven a dinamizar el mercado y este a su vez a generar *booms* de inversiones que estallarán en una Crisis Financiera. Puntualmente sobre lo ocurrido en el 2008, los resultados de la crisis Puntocom de 2000 y los sucesos terroristas de 2001 condujeron a que el Federal Reserve System baje la Tasa de Interés de Referencia a 1%. Dadas estas condiciones se generaron incentivos para el desarrollo de nuevos instrumentos financieros con el fin de que todo aquel que desee adquirir una obligación con los bancos, sin considerar su condición crediticia, sea capaz de hacerlo. En esta coyuntura inició la Crisis Financiera como medida para que el mercado vuelva al equilibrio general.

ABSTRACT

After the Financial Crisis 2008, several investigations have emerged that seek to explain the causes, consequences and lessons surrounding this event. Specifically, the academic community has taken an interest in reviewing the condition of this market. This paper aims to show that, taking *Crush* 2008, financial advisors are able to generate profits only in the short term, because the investment market is efficient.

For this purpose, the literature and academic consensus for the 2008 Crisis have been reviewed. Specifically, based on the statement made by Minsky (1992) about the efficiency of the financial market, it is concluded that it is not possible to “beat” the market in a sustained way. That means, the moments where investors are cautious, leads the policy maker to establish measures that will revitalize the market and at the same time, generate investment booms that will explode in a Financial Crisis. Specifically on what happened in 2008, the results of the 2000 Puntocom crisis and the terrorist events of 2001 led to the Federal Reserve System leading the Reference Interest Rate to 1%. Given these conditions, incentives were generated for the development of new financial instruments so that anyone who wishes to acquire an obligation with the banks, regardless of their credit status, is able to do so. At this circumstances, the Financial Crisis began as a measure for the market to return to the general equilibrium.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	ii
ABSTRACT	ii
INTRODUCCIÓN	6
I. REVISIÓN DE LITERATURA	8
1.1 EFICIENCIA DE MERCADO.....	8
1.2 CRISIS FINANCIERA	9
1.3 TEORÍA DE HYMAN MINSKY.....	9
II. EVIDENCIA EMPÍRICA.....	10
III. MARCO ANALÍTICO	14
IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	16
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	17

ÍNDICE DE TABLAS

Cuadro N°1. Ranking crediticio Moodys's – Bancos más importantes de Islandia.....	20
---	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Tasa de Interés de Referencia de Estados Unidos 2000-2014.....	21
Gráfico 2. Deuda como porcentaje del PBI en el sector inmobiliario 2000 – 2012.....	21
Gráfico 3. Comparativo de Índices de Estados Unidos, Brazil, Reino Unido, Grecia, España y China 2000 - 2012.....	22
Gráfico 4. PBI Canadá 2004 – 2012	22

INTRODUCCIÓN

El lunes 15 de septiembre de 2008 es, tal vez, el día más recordado en el mercado de capitales. Aquel lunes inició la crisis más grande que el mundo ha vivido, y fue así como investigadores, inversionistas, agentes reguladores y en general, la población, cuestionaron el modelo económico de los países más desarrollados tales como Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Además, perdieron la confianza en el sistema financiero, el cual venía solventando el crecimiento de la población de la base de la pirámide. Sin embargo, esta crisis se desencadenó después de 5 años de grandes ganancias y de generación de *deals* de miles de millones de dólares, cuando los bancos comerciales, los inversionistas, los agentes inmobiliarios, y todos aquellos mercados que giraban alrededor se vieron beneficiados.

Si bien en el 2008, el Producto Bruto Interno (PBI) de Estados Unidos en el primer trimestre reflejaba crecimiento económico, la tasa de crecimiento indicaba lo contrario versus los años anteriores. Otra variable económica que va de la mano con el desarrollo económico es el empleo, para ese año, Estados Unidos llegó rápidamente a una tasa de desempleo de 7.2%. Los sectores más afectados fueron: construcción, automotriz, financiero, comercial e industrial (Ministerio de Economía y Finanzas, 2008).

En esa misma línea, en agosto del 2000, la tasa de interés pasó de 6.5% a 3.5%; posteriormente después del atentado del 9/11 la tasa fue de 1.75%. Sin embargo, en junio del 2003, llegó a 1%, el valor más bajo de los últimos 50 años (Ver Gráfico 1).

A pesar de que las cifras indicaban que la economía estaba entrando en una crisis, existieron aquellos que minimizaron dichos hitos, de otro lado estaban los que anticiparon la crisis y alertaron al *policy maker* de la debacle que se venía. Por cuanto, tomando como referencia la Crisis Financiera 2008, ¿es posible afirmar que se puede ganar al mercado de manera sostenible?

El presente trabajo pretende evidenciar que, a través de la revisión de literatura y el consenso académico; durante este evento, los mercados de capitales son eficientes y por tanto no es posible ganarle de manera sostenida. Teniendo en cuenta que, a medida aumenta el apetito del riesgo de los inversionistas, se desarrollarán instrumentos financieros que generen la posibilidad de incrementar los préstamos y por tanto conseguir mayores beneficios; sin embargo, llegará el instante en el cual los flujos de capital de los prestatarios no serán suficientes para cumplir sus obligaciones, de manera que desencadenará una crisis, como sucedió con la Crisis Financiera 2008, mediante la cual el mercado intentará sincerar los precios de los activos y por tanto regresar al equilibrio del mercado.

Para lo cual se plantea el siguiente esquema: la primera parte desarrolla la revisión de la literatura teórica sobre la que se basa el estudio; la segunda parte, presenta la historia de la Crisis Financiera de 2008, en ella se comenta los antecedentes, causa, implicancias y medidas tomadas; en la tercera

sección se habla de cómo el mercado es eficiente para la explicación de los sucesos de la crisis financiera; finalmente, en la última sección, se esbozan las conclusiones después del análisis.

Cabe resaltar que este aporte académico contribuirá a ser una fuente adicional de información sobre una de las crisis más grandes del mundo para futuros análisis entorno a eventos similares. Este trabajo pretende mostrar que los economistas, como nosotras, no necesariamente son responsables de las crisis económicas o financieras que vive el mundo, sino que son un conglomerado de decisiones de los diferentes agentes que interactúan en un mercado. No obstante, los profesionales de esta carrera si somos capaces de reflexionar sobre lo sucedido y tomarlo como antecedente para episodios futuros.

I. REVISIÓN DE LITERATURA

En esta sección, se desarrollará el marco teórico de conceptos básicos para comprender el desarrollo del trabajo, dichos conceptos son: eficiencia de mercado y crisis financiera.

1.1 EFICIENCIA DE MERCADO

El economista John Keynes identificó que las personas mantienen dos tipos de expectativas. El primer tipo se refiere a que los agentes son racionales debido a que toman decisiones de acuerdo con la mayor probabilidad de ocurrencia de las opciones que el mercado ofrece en ese momento. El segundo tipo, por lo contrario, corresponde a los agentes que toman decisiones por impulso; es decir, los agentes que se guían por sus “espíritus animales” (Murray et al., 2017).

En contraste con lo dicho por Keynes, John Muth en la década de los 1960's, señaló que los agentes utilizan la teoría económica para predecir el comportamiento del mercado. En esa misma línea, Robert Lucas ganó el Premio Nobel de Economía en 1995 con su Modelo de Equilibrio General. Lucas expone que los agentes maximizan su utilidad considerando la información disponible que existe en un mercado en específico y la relación que guarda este con los demás mercados de la economía.

Tomando en consideración la información propuesta por la academia, Eugene Fama, en 1970, presentó la Teoría del *Efficient Market* para mercados financieros. Esta teoría alude que un mercado es eficiente cuando el precio de un transable¹ refleja toda la información sobre este; es decir, el precio además de ser una prima por el riesgo es una medida de las noticias buenas y malas que giran en torno a dicho transable. Por lo tanto, de no existir shocks, el valor máximo que un inversionista puede recibir es la prima por riesgo. De manera específica, Fama (1970) sustentó que existen tres tipos de mercado eficiente: el primero son los “débilmente eficiente”, los segundos son “medianamente eficiente”, y los terceros son “fuertemente eficientes”(Mayer, 2019).

Un mercado débilmente eficiente es aquel que contradice la teoría de las expectativas de adaptación; es decir, considera que los precios del futuro no se pueden predecir a partir de los precios históricos. Un mercado medianamente eficiente, además de no tomar como referencia los precios del pasado, toma la información como elemento de análisis. Finalmente, un mercado es fuertemente eficiente cuando toda la información pública y privada está disponible como fuente de información ex – ante. En conclusión, un mercado será más eficiente a medida que cuente con mayor disponibilidad de información para lo toma de decisiones (Minsky, 1992).

¹ Se refiere a cualquier bono, acción, *commodity*, entre otros papeles que son negociados en el mercado de capitales.

1.2 CRISIS FINANCIERA

Para Torres (2012), una crisis financiera se define como una alteración más o menos inesperada que ocasiona pérdida de valor en instituciones o activos financieros con influencia suficiente para inducir un desequilibrio entre la demanda y oferta. Por otro lado, si bien este afecta al país de origen, hoy en día, existe gran conexión financiera entre los países que puede llegar a afectar a diferentes economías a nivel internacional (Torres, 2012). Además, Parodi (2016) menciona que las crisis financieras usualmente inician con una burbuja, como el caso de la Crisis de 2008, la cual venía de un ciclo de auge y posteriormente la caída del precio de un activo, en este caso créditos hipotecarios, financiado por el exceso de crédito sin sustentos de un cambio en las variables económicas (Parodi, 2016).

Según Huerta, et al. (2011), existen tres diferentes tipos de crisis por su origen, en las que cuentan con diferencias políticas para ser implementadas con el fin de prevenir y solucionar. La crisis de 1era generación alude al énfasis en los déficits fiscales ya que estudian el comportamiento de diferentes indicadores como la tasa de crecimiento del PBI, inflación, tipo de cambio, entre otros; como consecuencia de políticas económicas expansivas. De otro modo, la crisis de 2da generación hace referencia al comportamiento de las cuentas capitales y el efecto que tienen las salidas de estas en el tipo de cambio. Por último, las crisis de 3era generación enfatizan en las alertas tempranas que se observan a través de cambios repentinos en varios indicadores como el consumo, la inflación, tipo de cambio, entre otros (Huerta Moreno & Kato Maldonado, 2011).

Con todo lo mencionado líneas arriba, Melo (2012), señala que la Crisis 2008 es una de las más complicadas de clasificar por su origen debido a que la baja tasa de interés creó un *boom* en las inversiones que se generalizó por todo el mundo (Melo, 2012). A pesar de que Bernanke no anticipó este suceso, muchos sí lo hicieron; por ejemplo, Soros (2008) en su libro “Nuevo Paradigma de los Mercados Financieros” menciona que el proceso de expansión crediticia estaba llegando a su fin en el 2007 tomando como base los anuncios de que las grandes compañías americanas presentaban problemas de liquidez (Soros, 2008). De esta manera se vuelve complicado precisar si se trata de una crisis de 2da o 3era generación conforme con lo expuesto anteriormente. No obstante, Melo (2012) justifica que el *Crash* 2008 es de 2da generación dado que se inició en el mercado de capitales y afectó a toda la población.

1.3 TEORÍA DE HYMAN MINSKY

Hyman Minsky fue un investigador que basó su línea de carrera en explicar el comportamiento del sector financiero y su relación con la economía real. De esta manera, en 1974 propuso una teoría basada en los cambios que existen entre la robustez y la inestabilidad del mercado financiero son resultado de los ciclos económicos. De manera específica, el economista menciona

que existen tres tipos de empresas y la conglomeración de un mismo tipo de estas al mismo momento puede ser la creación, crecimiento y explosión de una burbuja.

El primer tipo de empresa se refiere a aquellas donde el flujo de caja es capaz de cubrir tanto interés como capital de un préstamo, a estas las llamó “Empresa Cubierta”. El segundo tipo de empresa es aquella que solo puede cubrir los intereses, mas no el capital; estas son calificadas “Empresa Especulativa”. Finalmente, el tercer tipo de empresa es aquella que no puede cubrir ni los intereses ni el capital y a esta la denominó “Empresa Ponzi”(Weldon, 2014).

Para Minsky (1992), un sistema financiero será robusto cuando prevalezcan empresas cubiertas, mientras que el sistema será frágil cuando la mayoría de las empresas sean especulativas. Cabe señalar que, para el autor, un sistema financiero robusto tiene una tendencia natural a convertirse en uno frágil, debido a que existen incentivos a endeudarse cuando la tasa de interés es baja, ya que brinda la posibilidad de obtener mayores ganancias y revaloración de los activos. De este modo, la fase de “euforia” suele ir acompañada de sobrevaloración de bienes y apalancamiento. No obstante, el aumento del crédito lleva a que la tasa de interés aumente de manera que se ubique por encima de la tasa de interés de beneficio y por tanto las únicas empresas que podrán cumplir con sus obligaciones financieras serán las “Empresas Cubiertas”, de este modo, se producirá un Credit Crunch. Esta contracción, llevará a que finalmente todas las empresas se vean afectadas y que los precios suban de manera que se desencadene una crisis (Minsky, 1992).

II. EVIDENCIA EMPÍRICA

A finales de la primera década del siglo XXI el mundo sufrió la más grande Crisis Financiera y Económica, incluso con resultados más desalentadores que la Gran Depresión de los 1930’s. Sin embargo, esta crisis se originó en los primeros años del siglo con la Crisis Puntocom (Ishmael, 2011)

La Crisis Puntocom se desarrolló entre 1995 y 2002, la cual se caracterizó por un proceso especulativo sobre el valor de las empresas tecnológicas. Es decir, los inversionistas apostaron por el crecimiento y desarrollo de empresas tecnológicas, pero estas no reflejaban su valor en crecimiento real. En el año 2000, el Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos (FED por sus siglas en inglés) realizó un ajuste de 3 puntos porcentuales en la Tasa de Interés de Referencia, con la finalidad de incrementar los préstamos y que, por tanto, el sector financiero se reacomode. Adicionalmente, el Atentado del 11 de setiembre de 2001 generó aún mayor pánico en la economía del país norteamericano, de esta manera, la FED volvió a intervenir y siguió bajando la Tasa de Referencia. En diciembre del 2001, dicha tasa era de 1.75%. No obstante, el 25 de junio de 2003, La FED flexibilizó aún más su Política Monetaria fijando la Tasa de Interés en 1%, el valor más bajo desde 1958, lo que llevó a que los préstamos personales y de las pequeñas

empresas obtengan el precio más barato desde mayo 1959. Cabe señalar que esta tasa se mantuvo por al menos 30 meses consecutivos (Schiffes, 2009) (Ver Gráfico 1).

Las medidas que tomó la FED en nombre del “Crecimiento Sostenible” tuvo resultados parcialmente favorables. En concreto, en el 2001 el porcentaje de Consumo sobre el PBI de Estados Unidos era cercano al 66%; sin embargo, en 2007 superaba el 67%. Este incremento de más de un punto porcentual en 6 años era la evidencia de que la economía norteamericana se estaba recuperando, pero este crecimiento no necesariamente era sostenido debido a que se basaba en endeudamiento. En concreto, a finales de marzo de 2000, la deuda hipotecaria como porcentaje del PBI de Estados Unidos era un poco más del 67%, empero a finales de marzo de 2008 alcanzó su cifra más alta en la década con 98%. Cabe mencionar que el aumento de 30 puntos porcentuales en el nivel de endeudamiento era, tal y como se especificó anteriormente, producto del bajo costo del dinero. Considerando que la tenencia de préstamos hipotecarios iba en aumento en los bancos, estos decidieron crear nuevos instrumentos para trasladar el riesgo crediticio a los inversores con alto apetito al riesgo, de esta manera nacen los *Mortgage – Backed Security* (MBS) (Ver Gráfico 2).

Los MBS son un *Financial Security* parecido a los bonos, donde el banco es un mediador entre las personas que tienen uno o más préstamos hipotecarios y los inversionistas. En otras palabras, el empaquetamiento de las hipotecas colocados en el mercado de inversiones son los MBS. De acuerdo con Soros (2008) la Crisis Financiera de 2008 estalló en el año 2007 cuando los Bancos Centrales de Estados Unidos, Europa y Japón tuvieron que intervenir para inyectar liquidez al sistema bancario dado que cada día más préstamos hipotecarios entraban en *default* y las entidades financieras tenían compromisos de pago con los inversionistas mediante los MBS (Soros, 2008) (Ver Gráfico 3).

Puntualmente, el 22 de febrero de 2007, The Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC por sus siglas) reconoció pérdidas de más de 10 millones de dólares cuando despidió al jefe de su unidad de préstamos hipotecarios. Así mismo, el 9 de marzo del mismo año D.R Horton, considerada como la constructora más grande de los Estados Unidos, informó a la opinión pública que presentaba pérdidas en las hipotecas *subprime*. El 12 de marzo, uno de los más grandes prestamistas *subprime*, New Century Financial, suspendió la cotización de sus acciones en vista de que aumentaba la posibilidad de caer en bancarrota. A pesar de las medidas que tomó la empresa de préstamos, el 9 de abril se declaró en quiebra ya que tuvo que recomprar préstamos dudosos por varios miles de millones de dólares. Desde ese entonces el pánico financiero se apoderó de los inversores generando corridas bancarias. Pero fue en agosto cuando Bear Stearns, el banco de inversiones y bróker de valores anunció la suspensión de pagos de dos fondos expuestos a alto riesgo e impidió que los acreedores del tercer fondo retiren su efectivo cuando estalló la crisis (Pozzi, 2007) .

A pesar de que la crisis financiera en el 2008 fue un hito en la historia económica y financiera de los Estados Unidos, la conexión que tenía con distintos bancos alrededor mundo generó impactos a nivel internacional. A continuación, se analizará lo sucedido en diferentes países y las medidas tomadas para la recuperación.

Por otro lado, Rose-Smith, I., et al (2013) comentan sobre algunos personajes de Estados Unidos que se vieron afectados por la crisis financiera del 2008. El primero de ellos fue Richard Fuld, el último presidente y CEO de Lehman Brothers, después de haber ganado USD 350 millones (2000-2007) luchó hasta el final para salvar a la empresa en la que había trabajado tantos años, pero su requerimiento fue denegado, a diferencia de otros dos bancos² que obtuvieron ayuda anteriormente, ya que la quiebra de Lehman Brothers ya estaba decidida (Rose-Smith, Imogen; Rothnie, David; Baris, n.d.).

Sin embargo, viendo la otra cara de la moneda, Canadá es el ejemplo que va en dirección totalmente contraria a lo que le sucedió a Islandia ya que tomó medidas preventivas de conservación y correcta regulación de su sistema financiero (Boyer, 2010). A diferencia de Islandia, los bancos colocaron filtros más restrictivos a la hora de otorgar préstamos hipotecarios a cambio de otorgamiento de garantías ante impagos de crédito. Otro punto importante, fue la restricción de endeudamiento tanto para bancos comerciales como para los de inversión. Por el lado de la demanda, se impuso la penalización por incumplimiento de pagos de créditos hipotecarios y la no deducibilidad de cargas de interés en los impuestos, con esta combinación de tácticas, se pudo limitar tanto la oferta como la demanda y evitar una posible crisis financiera. Según Gutiérrez-Haces (2012), Canadá pudo amortiguar grandes consecuencias de la crisis gracias a los impactos diferenciados en los sectores económicos, pero aun así no pudo evitar los efectos de la crisis reflejados en su PBI con una caída del 11% en el 2009 vs el 2008 (Gutiérrez-Haces, 2012) (Ver Gráfico 4).

Respecto a Europa, Benediktsdóttir, et al (2010), analizan al país más afectado, Islandia, cuya detonante de la crisis fue la quiebra de sus tres principales bancos debido a la excesiva emisión de bonos extranjeros (europeos y americanos) superando su capacidad en más de 45 mil millones de euros, tres veces mayor al PBI de Islandia. Mirando en retrospectiva, dichas entidades alcanzaron un excelente rating crediticio de Moody's de A3 en 1998 (Benediktsdóttir et al., 2017) (Ver Cuadro 1) y para el 2008 habían descendido a Caa1 debido a la falta de regulación del sistema bancario en Islandia.

Para afrontar las consecuencias de la crisis, una de las medidas tomadas por el parlamento islandés fue dejar quebrar a sus bancos, hecho icónico que deja como ejemplo a los demás; y posterior a ello se creó la Comisión Especial de Investigación (SIC), con el objetivo de que la SIC tuviera

² Fannie Mae y Freddie Mac

acceso ilimitado a toda la información bancaria desde operaciones hasta información fiscal y actas de comités de préstamos, entre otros, con el fin de tener total transparencia en este sector. Además, Benediktsdóttir, S., et al (2017) comentan que hubo otras características que influyeron para la rápida recuperación del país europeo como: restauración agresiva de las deudas en hogares y empresas; y la importancia de limpiar el balance de las “empresas *zombies*”³, todo ello a expensas de un elevado costo fiscal al final de la crisis equivalente al 40% del PBI (Benediktsdóttir et al., 2017) (Ver Gráfico 5).

Otro caso de evidencia internacional es el del Reino Unido, Northern Rock, su banco líder del sector hipotecario, pasó por una crisis crediticia en el 2007 y tuvo que solicitar apoyo de liquidez al Banco de Inglaterra. Con esta ayuda, en el 2008 logra pagar la mitad de su deuda con el gobierno; sin embargo, la situación empeoró en el 2009 y el gobierno le solicitó ayudar a los propietarios incrementando la cantidad de préstamos. Las medidas tomadas fueron: la reducción de la tasa de interés a casi cero, y la implementación de nuevos instrumentos para aumentar el dinero. Pero, lo más relevante, fue el rol de regulador de la especulación de hipotecas que asumió el gobierno ya que se tuvo mucho en cuenta la necesidad de proteger el sistema bancario y participar de manera directa en los capitales de los bancos (Mellor, 2010).

Según un estudio realizado por (Ocampo, 2009), los países latinoamericanos se vieron afectados por la crisis debido a la contracción de la demanda en el sector comercial en países como México, Centroamérica y el Caribe; mientras que, para América del Sur, el impacto en las exportaciones de materia prima, mineros y energéticos fue debido a la caída de los términos de intercambio. A pesar de que, en conjunto, el grupo latinoamericano se vio afectado con la reducción del PBI en un 2.3% en el periodo del 2008 – 2009, han sabido resistir con la acumulación de stock de divisas en los países exportadores y las medidas proteccionistas del libre comercio reduciendo tarifas aduaneras para equilibrar la restricción de acceso crediticio (CEPAL, 2010).

Las estrategias implementadas dependían de cada país de acuerdo con sus necesidades y situaciones actuales en ese entonces, aun así, todos optaron por la idea del incremento directo de la demanda. Por ejemplo, en Chile se buscó garantizar puestos de trabajos e inversiones públicas, que a su vez incentivaría al incremento del consumo de bienes de la economía; mientras que Brasil redujo los impuestos e intereses con el mismo objetivo de incentivar el consumo y las inversiones (Bodemer, 2017).

A pesar de todas las pérdidas, hubo personajes que tomaron ventaja y se anticiparon a la crisis, este es el famoso caso de Michael Burry quien obtuvo millones de dólares con su firma de

³ Las empresas *zombies* son aquellas empresas que no pueden asumir su deuda con las ganancias actuales durante un periodo largo, ellas necesitan de rescates para poder seguir operando

inversión Scion Capital. Terminando la crisis cerró su firma y devolvió todo el capital a sus inversores, y hace unos años, volvió a abrir una nueva firma, Scion Asset Management.

III. MARCO ANALÍTICO

Los autores (Murray et al., 2017), (Curran, 2018) y (Joseph, 2015) están de acuerdo que la Crisis Financiera de 2008 se pudo anticipar regulando no solo el mercado financiero, sino también algunos mercados reales. De manera puntual se refieren a que, si bien el problema estalló con la caída del mercado de hipotecas *subprime*, muchos de los *Collateralized Debt Obligation* (CDO) decían contener una menor cantidad de *supprime loans* de lo que verdaderamente contenían. De otro lado, los préstamos fueron entregados masivamente bajo el paraguas de que toda la población tenía derecho a poder adquirir una casa, un auto o tener una tarjeta de crédito; no obstante, no consideraron el riesgo que significaba financiar a los llamados “NINJA” (*no income, no job, no assets*). El último punto que se debió tomar en cuenta fue que el precio de los colaterales estaba aumentando de valor, debido a que el mercado se estaba ajustando a la gran demanda, principalmente en el *Household Market*.

Bernake (2013) en su libro *The Federal Reserve and the Financial Crisis* hizo una reflexión sobre su rol en el sillón presidencial de la FED durante la Crisis Financiera de 2008. Bernake alude que, si bien la FED intentó sacar a flote a los bancos de inversiones y evitar el pánico financiero, la interrelación entre las instituciones financieras y reales de la economía era tan cercana que se produjo un efecto de fichas de dominó. Es decir, cuando la compañía global de servicios financieros, Lehman Brothers, anunció que había perdido más del 95% de su valor en la Bolsa el 15 de setiembre de 2008 declarándose de esta manera en bancarrota, todas las instituciones que tenían relación con este gigante de servicios financieros se empezaron a derrumbar. De la misma forma, cientos de miles de personas perdieron sus empleos, lo que llevó a que dejen de pagar los préstamos, los mismos que representaban el 10% de su ingreso; y a su vez perdieron los colaterales, lo que llevó en una contracción del consumo e inversión privada de manera que el mercado reajustó los precios (Bernake, 2013).

De forma análoga a lo dicho por Bernake (2013), Delgado (2019) menciona que, en la segunda mitad de la década pasada, la globalización fue la causa de que la Crisis financiera del 2008 se esparciera por diversos países y que afectará tanto el sector financiero como real de la economía. El autor sustenta que la caída de Lehman Brothers fue el inicio del cataclismo en el mercado financiero alrededor del mundo, ya que, si bien esta institución estaba ubicada en los Estados Unidos, tenía *deals* con bancos europeos, asiáticos y latinoamericanos. A lo dicho por Delgado (2019) se unen diversos autores que mencionan que los resultados de esta crisis es la globalización, y la principal causa fue las medidas que tomaron los *policy makers*; es decir, los

recortes de tasa de interés de referencia por parte de la FED o del Banco de Japón (Delgado, 2019).

Cooper (2008) sustenta que, si bien los bancos centrales son agentes que desencadenaron la Crisis Financiera, no necesariamente, son los únicos; inclusive, alude que la comunidad académica es también responsable del *Crash 2008* debido a que sostienen teorías de Mercado Eficientes o Mercados Autorregulados. No obstante, la academia es capaz de explicar la debacle financiera y económica más grande, a través, de lo propuesto por Minsky en 1974 (Cooper, 2008).

En la misma línea, los expertos explican que la propuesta de Minsky cobra sentido ya que después de la Gran Depresión existieron tres momentos en cada uno de los cuales uno de los tipos de empresa era el favorito para ser acreedor a préstamos por parte de las entidades bancarias. Los años siguientes a la Gran Depresión, los prestamistas tomaron como aprendizaje lo sucedido y fueron con cautela, de manera que las empresas tipo uno eran las únicas que podían acceder a préstamos. Sin embargo, con el pasar del tiempo, las corporaciones prestamistas fueron relajando sus políticas y permitieron que las empresas tipo dos accedieran a los préstamos. Fue entonces después del 2001, más de 70 años después, con la bajada de las tasas de interés de la FED que el sector financiero permitió que las empresas tipo tres accedan al crédito, incluso permitieron que gran parte de su *share* esté conformado por este tipo de empresas.

Por tanto, el concepto de Minsky sobre los tipos de empresas y la aglomeración de estas en un momento del tiempo sustenta que existen ciclos económicos; es decir, que el mercado es capaz de autorregularse porque es eficiente. Después de una crisis, como la de los años 1930's, los agentes financieros buscarán recuperarse tomando decisiones adversas al riesgo, esto no quiere decir que lo serán así por siempre. Por lo contrario, al cabo de un tiempo y sumándole el apetito a generar ganancias, el mercado buscará arriesgarse cada vez más hasta el punto en que se vuelva insostenible y caiga en una crisis. De esta manera, la oferta y la demanda volverán a un equilibrio y al mercado le tocará volver a empezar.

IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Después de la revisión de la literatura sobre los conceptos de eficiencia de mercado, crisis financiera; y de manera específica, la teoría planteada por Minsky (1974) sobre la relación entre dichos conceptos y el comportamiento del mercado bursátil; además, de la evidencia empírica en torno a lo sucedido en el 2008 en el sector financiero, se evidencia que no es posible ganarle al mercado de capitales de forma sostenida ya que es eficiente. La base de este axioma se sostiene en que la causa de la Crisis Financiera de 2008 es un resultado intrínseco; es decir, en las decisiones de los agentes vinculados de este mercado durante los primeros años de la década pasada.

Después de los diferentes episodios de crisis que se vivieron en la década de 1980 con el proceso especulativo que desencadenó el Lunes Negro, así como los eventos ocurridos en torno a las empresas tecnológicas en el 2000, el mercado financiero empezó a manejarse con cautela. Dado el enfriamiento en el mercado bursátil, la FED en su función de *policy maker* instauró medidas que llevaron a agilizar dicho mercado, concretamente, bajo las tasas de referencia a 1%. Esta decisión de política llevó al desarrollo de nuevos instrumentos financieros con el fin de que todo aquel que desee adquirir una obligación con los bancos, sin considerar su condición crediticia, sea capaz de hacerlo. Y es así que nacen los CDOs y los MBS. En este punto, y como causa del incremento del apetito al riesgo y el traslado de este, se buscó financiar incluso al mercado *subprime*. Dada esta coyuntura se estimuló el consumo en el sector inmobiliario, y una vez que la tasa de interés sobrepasó su equilibrio solo aquellos agentes con la suficiente liquidez podía cubrir dichas obligaciones financieras; desatándose así, desde el corazón del mercado, la crisis más grande que se ha vivido en la historia como medio para que el mercado regrese a su punto de equilibrio.

Por tanto, se sugiere que como plan de prevención de posibles crisis financieras futuras, el *policy maker* no solo aliente a los mercados, sino que se comporte como un agente regulador de manera constante y que proponga políticas alternativas para la construcción de un sistema financiero sostenible y más equitativo. De darse el caso en que la crisis se desate, el impacto en los agentes sería menor; y junto a medidas de soluciones y/o contingencias, recuperar rápidamente la economía y regular el mercado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Benediktsdóttir, S., Eggertsson, G. B., & Þórarinnsson, E. (2017). The rise, fall, and resurrection of Iceland: A postmortem analysis of the 2008 financial crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2017(Fall), 191–308. <https://doi.org/10.1353/eca.2017.0014>
- Bernake, B. (2013). *The Federal Reserve and the Financial Crisis* (S.-S. Edition (ed.); Primera). Princeton University Press. <https://www.jstor.org/stable/j.ctt24hrtr>
- Bodemer, K. (2017). Europa y América Latina en la crisis financiera mundial: ¿quién puede aprender qué de quién? *Espiral, Estudios Sobre Estado y Sociedad*, XXIV(69), 35–69.
- Boyer, R. (2010). *Aprender de la crisis financieras. ¿Cómo organizar sistemas financieros domésticos desarrollistas?* Postgrado UNAM - México. [http://www.posgrado.unam.mx/economia/avisos/curso_macromodelacion/Sesion_8/Aprender de las crisis financieras_Robert Boyer.pdf](http://www.posgrado.unam.mx/economia/avisos/curso_macromodelacion/Sesion_8/Aprender_de_las_crisis_financieras_Robert_Boyer.pdf)
- CEPAL. (2010). *La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de diciembre de 2009*.
- Cooper, G. (2008). *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles, and the Efficient Market Fallacy* (Vintage (ed.); Primera). Vintage.
- Curran, D. (2018). From Performativity to Representation as Intervention: Rethinking the 2008 Financial Crisis and the Recent History of Social Science. *Journal for the Theory of Social Behaviour*, 48(4), 492–510. <https://doi.org/10.1111/jtsb.12186>
- Delgado, D. (2019). *Lehman Brothers cae: la mayor crisis económica - Sus orígenes*. Muy Historia. <https://www.muyhistoria.es/contemporanea/fotos/quiebra-lehman-brothers-mayor-crisis-economica-historia/2>
- Gutiérrez-Haces, M. T. (2012). Canadá ante los efectos de arrastre de la crisis financiera estadounidense Canada before the effects of dragging of the American financial crisis. *Journal of Economic Literature*, 9(27), 45–75.
- Huerta Moreno, M. G., & Kato Maldonado, L. (2011). Hacia la construcción de nuevos enfoques sobre globalización y crisis. *Problemas Del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, 42(164), 25–49. <https://doi.org/10.22201/iiec.20078951e.2011.164.24486>
- Ishmael, T. (2011). The Forgotten History of Domestic Debt. *CFA Digest*, 41(4), 64–66. <https://doi.org/10.2469/dig.v41.n4.11>

- Joseph, L. (2015). *The Finance Crisis and Rescue : What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?* (R. S. of Management (ed.)). Rotman School of Management.
- Mayer, T. K. M. (2019). *Teorías académicas: de la hipótesis de los mercados eficientes a la de los mercados adaptativos*. <https://es.fundspeople.com/news/teorias-academicas-de-la-hipotesis-de-los-mercados-eficientes-a-la-de-los-mercados-adaptativos>
- Mellor, M. (2010). The Financial Crisis of 2007 – 08. In *The Future of Money* (pp. 109–130). <https://www.jstor.org/stable/j.ctt183h0cz.9%0A>
- Melo, J. (2012). *La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky en una economía abierta / Melo / Ensayos de Economía.* 65–88. <https://revistas.unal.edu.co/index.php/ede/article/view/35871/43646>
- Ministerio de Economía y Finanzas, R. de P. (2008). *Informe Económico 2008*.
- Minsky, H. P. (1992). *The Financial Instability Hypothesis. Working Paper No. 74. Levy Economics Institute*. <http://www.levyinstitute.org>
- Murray, N., Manrai, A. K., & Manrai, L. A. (2017). The financial services industry and society: The role of incentives/punishments, moral hazard, and conflicts of interests in the 2008 financial crisis. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 22(43), 168–190. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-02-2017-0027>
- Ocampo, J. A. (2009). Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina. *Revista de La CEPAL*, 2009(97), 9–32. <https://doi.org/10.18356/341cc175-es>
- Parodi, C. (2016). *Crisis financieras en la historia* (Issue DD1605).
- Pozzi, S. (2007). *La quiebra de New Century alerta de la crisis hipotecaria en EE UU / Edición impresa / EL PAÍS*. https://elpais.com/diario/2007/04/09/economia/1176069606_850215.html
- Rose-Smith, Imogen; Rothnie, David; Baris, B. (n.d.). *Life After Lehman: A Look at How 6 Prominent Players Have Fared*.
- Schifferes, S. (2009). *Crisis financieras: lecciones de historia - BBC News Mundo*. BBC NEWS MUNDO. https://www.bbc.com/mundo/economia/2009/09/090902_crisis_financiera_historia_mes
- Soros, G. (2008). *The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What It Means* (S. . Santilla Ediciones Generales (ed.); Primera).
- Torres, J. (2012). *Conceptos y fenómenos fundamentales de nuestro tiempo CRISIS FINANCIERA.* UNAM - México. http://conceptos.sociales.unam.mx/conceptos_final/504trabajo.pdf

Weldon, D. (2014). *Hyman Minsky, el hombre que explicó el secreto de las crisis financieras* -
BBC News Mundo.
https://www.bbc.com/mundo/noticias/2014/03/140324_hyman_minsky_secretos_lp

TABLAS

Cuadro 1. Ranking crediticio Moodys's – Bancos más importantes de Islandia

Año	Glitnir	Landsbanki	Kaupþing
1998	A3	A3	
1999	A3	A3	A3
2000	A2	A3	A3
2001	A2	A3	A3
2002	A2	A3	A3
2003	A1	A3	A2
2004	A1	A2	A1
2005	A1	A2	A1
Abril 2006	A1	A2	A1
Febrero 2007	Aaa	Aaa	Aaa
Abril 2007	Aa3	Aaa	Aaa
Febrero 2008	A2	A2	A1
Septiembre 2008	Baa2		
Octubre 2008	Caa1	Caa1	Baa3

Fuente: SIC (2020)
Elaboración propia (2020)

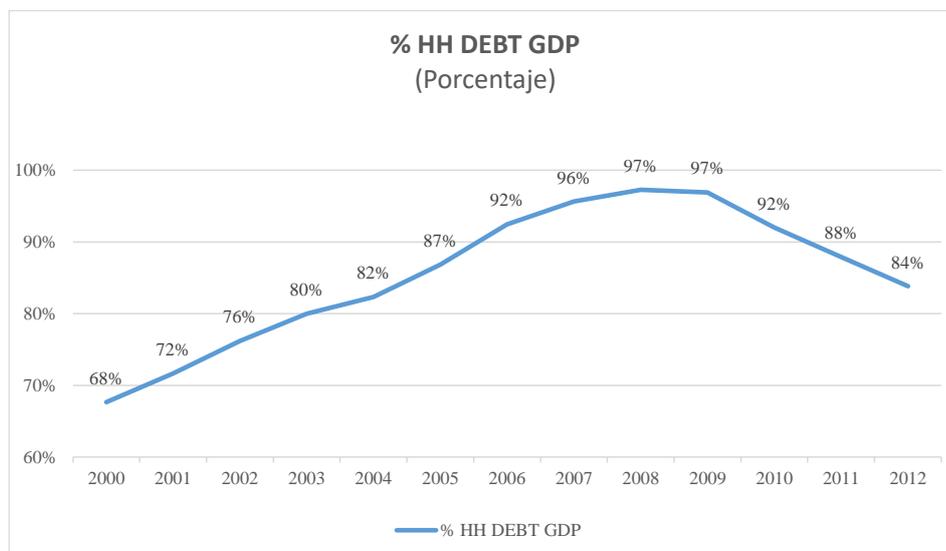
GRÁFICOS

Gráfico 1. Tasa de Interés de Referencia de Estados Unidos 2000-2014



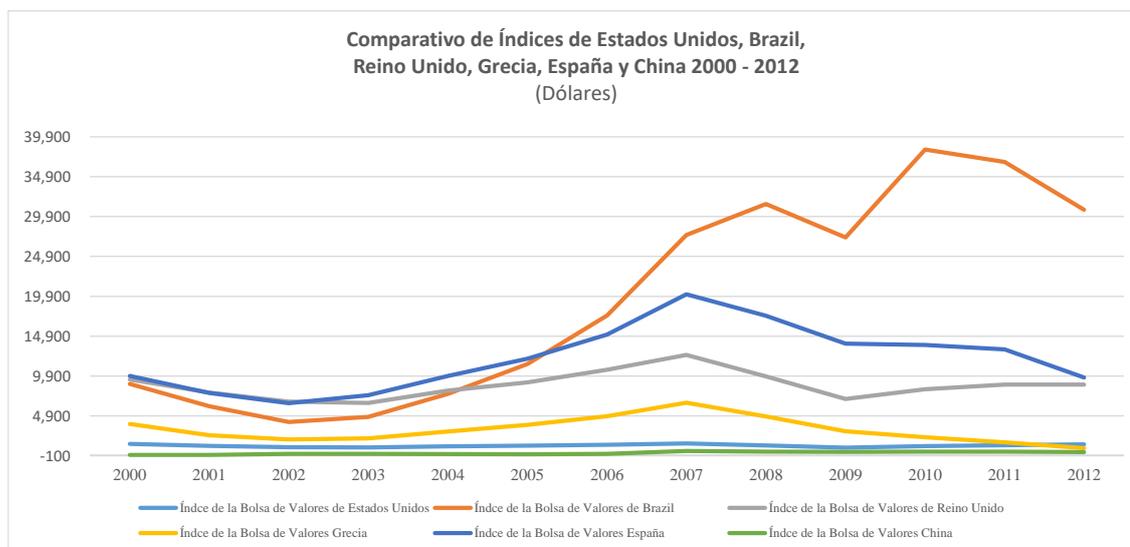
Fuente: Bloomberg (2020)
Elaboración propia (2020)

Gráfico 2. Deuda como porcentaje del PBI en el sector inmobiliario 2000 – 2012



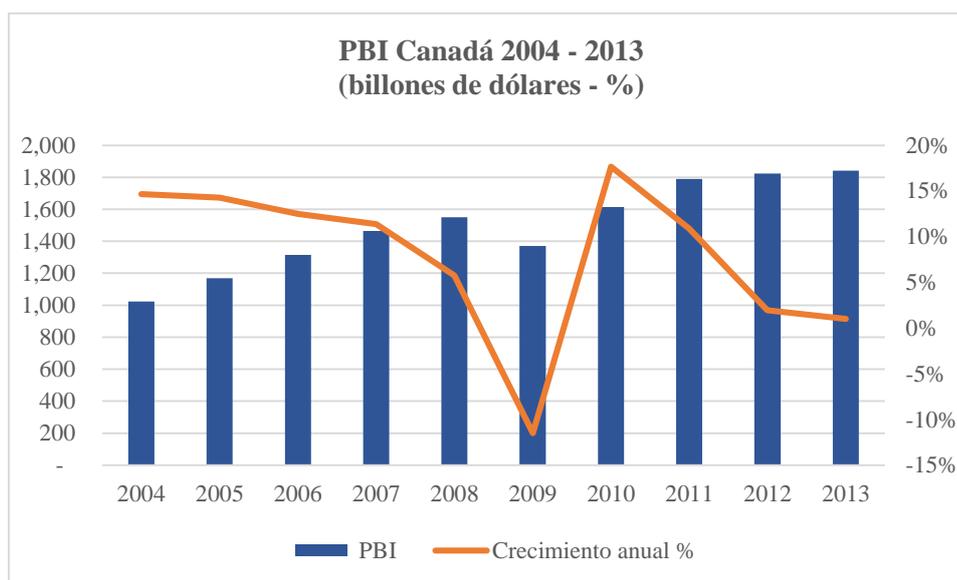
Fuente: Bloomberg (2020)
Elaboración propia (2020)

Gráfico 3. Comparativo de Índices de Estados Unidos, Brazil, Reino Unido, Grecia, España y China 2000 - 2012



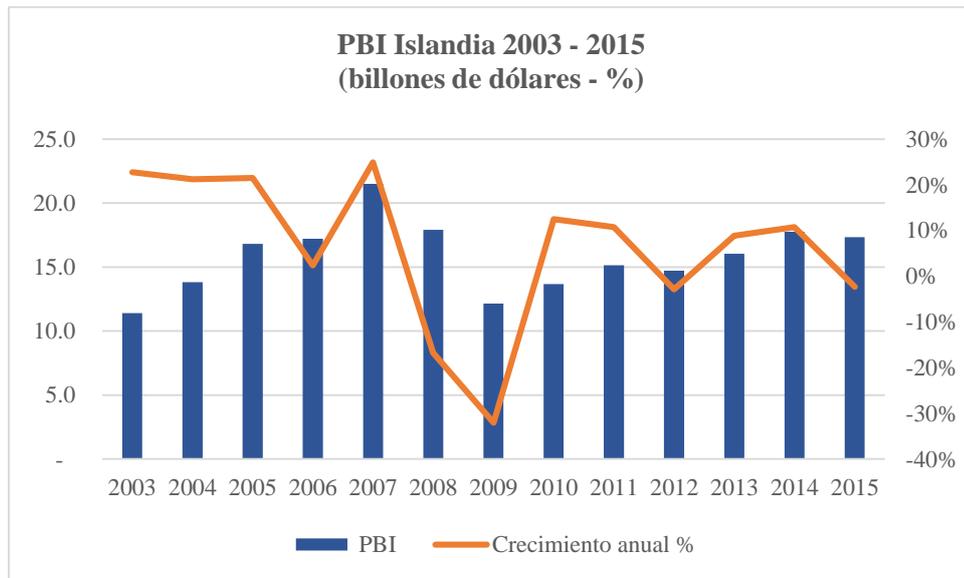
Fuente: Bloomberg (2020)
Elaboración propia (2020)

Gráfico 4. PBI Canadá 2004 – 2012



Fuente: Banco Mundial (2020)
Elaboración propia (2020)

Gráfico 5. PBI Islandia 2003 – 2005



Fuente: Banco Mundial (2020)
Elaboración propia (2020)