



Munich Personal RePEc Archive

The aftermath of financial crisis

Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff

University of Maryland, College Park, Department of Economics

2008

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/13695/>

MPRA Paper No. 13695, posted 2. March 2009 17:26 UTC

Las secuelas de las Crisis Financieras

"The aftermath of financial crisis"

Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff

Este trabajo examina la profundidad y la duración de la depresión que sigue invariable las crisis financieras severas, que tienden a ser asuntos prolongados. Encontramos que los derrumbamientos del mercado de activo son profundos y prolongados. Sobre una base del max-a-min, las declinaciones de precio verdaderas de cubierta hacen un promedio del 35 por ciento estirado hacia fuera durante seis años, mientras que se derrumba el precio de equidad promedio el 55 por ciento sobre un descenso de cerca de tres y una mitad de los años. Naturalmente, las crisis de actividades bancarias se asocian a declinaciones profundas en salida y el empleo. Las subidas del índice de desempleo al promedio de 7 puntos de porcentaje durante abajo la fase del ciclo, que dura en promedio durante cuatro años. La salida cae un promedio sobre del 9 por ciento, aunque la duración del descenso sea considerablemente más corta que para el desempleo. El valor verdadero de la deuda del gobierno tiende a estallar, levantándose un promedio del 86 por ciento en los episodios principales de la segunda guerra mundial. La causa principal de las explosiones de la deuda no es generalmente los costes extensamente citados de garantía y de recapitalizing el sistema bancario. El derrumbamiento en ingresos fiscales como consecuencia de profundamente y contracciones económicas prolongadas es un factor crítico en la explicación de los déficits presupuestarios grandes y aumenta de deuda que siguen la crisis. Nuestras estimaciones de la subida de la deuda del gobierno son probables ser conservadoras, pues éstas no incluyen aumentos en las garantías del gobierno, que también se amplían enérgicamente durante estos episodios.

Correspondencia: Profesora Carmen M. Reinhart

School of Public Policy

Department of Economics

University of Maryland

4105 Van Munching Hall

College Park, Maryland 20742

TEL 301-405-7006

FAX 301-403-8107

creinhar@umd.edu

www.wam.umd.edu/~creinhar

Borrador: 19-dic-08 ([Enlace al PDF original en inglés](#))

Artículo preparado para presentación en la reunión de la American Economic Association en San Francisco, sábado 3-ene-09 10:15 am. Sesión "Aspectos Internacionales de las Imperfecciones en los Mercados Financieros". Los autores desean agradecer a Vincent R. Reinhart sus valiosos comentarios.

Un año atrás, ambos autores (Carmen M.Reinhart y Kenneth S.Rogoff, 2008a) presentamos un análisis histórico comparando el período previo a la crisis financiera subprima de 2.007 en EE.UU. con los antecedentes de otras crisis bancarias en las economías avanzadas desde la II Guerra Mundial. Mostramos que los indicadores estándar para los Estados Unidos, tales como inflación en el precio de los activos, apalancamiento creciente, grandes y persistentes déficits por cuenta corriente, y una ralentización en la trayectoria de crecimiento económico, exhibían virtualmente todos los signos de un país al borde de una crisis financiera; de hecho, de una grave. En este artículo, abordamos un análisis histórico comparativo que se centra en las secuelas de las crisis bancarias sistémicas.

En nuestro análisis anterior, excluimos deliberadamente los países con economías emergentes del conjunto a comparar, con el fin de no dar la impresión de que nos deslizábamos hacia la hipérbole. Después de todo, los Estados Unidos es un centro financiero global enormemente sofisticado. ¿Acaso podían tener algo en común las economías avanzadas y los mercados emergentes en lo tocante a crisis bancarias? De hecho, como demuestran Reinhart y Rogoff (2008b), los antecedentes y las secuelas de las crisis bancarias en países ricos y en países emergentes presentan una sorprendente cantidad de puntos comunes. Hay patrones ampliamente similares en precios de la vivienda y las acciones, desempleo, recaudaciones y deudas de los gobiernos. Además, la frecuencia o incidencia de las crisis no difiere mucho históricamente, incluso si las comparaciones se limitan al período posterior a la II Guerra Mundial (si tomamos en cuenta la actual crisis financiera global de finales de la década del 2.000). Por consiguiente, este estudio de las secuelas de las crisis financieras graves incluye cierto número de casos recientes en mercados emergentes para expandir el conjunto relevante de elementos comparados. También se incluyen en las comparaciones dos episodios prebélicos en países desarrollados para los cuales disponemos de precios de la vivienda y otros datos relevantes.

Hablando en términos generales, las crisis financieras son sucesos prolongados. En la mayor parte de los casos, las secuelas de las crisis financieras graves comparten tres características. **Primera**, los colapsos en el mercado de activos son profundos y prolongados. El precio real de la vivienda declina en promedio un 35% a lo largo de más de seis años, mientras que los precios de las acciones se colapsa en promedio un 55% durante una contracción de unos tres años y medio. **Segunda**, las secuelas de las crisis bancarias se asocian con declives profundos en la producción y el empleo. La tasa de paro crece un promedio de 7 puntos porcentuales durante la fase bajista del ciclo, que dura en promedio más de cuatro años. Las caídas en la producción (del máximo al mínimo) caen en promedio más del 9%, aunque la duración de la caída, que dura en promedio aproximadamente dos años, es considerablemente más breve que para el desempleo. **Tercero**, el valor real de las deudas gubernamentales tiende a explotar, incrementándose un promedio del 86% en los principales episodios posteriores a la II Guerra Mundial. Resulta interesante que la principal causa de esta expansión de la deuda no son los habitualmente citados costes de rescatar y recapitalizar el sistema bancario. Hay que admitir que los costes de los rescates son difíciles de medir, y hay una considerable divergencia entre las estimaciones de diversos estudios. Pero incluso las estimaciones más elevadas palidecen en comparación con los aumentos medidos en la deuda pública. De hecho, los grandes impulsores de los aumentos de deuda son el inevitable colapso en las recaudaciones de impuestos que los gobiernos padecen ante contracciones profundas y prolongadas en la producción, así como a menudo ambiciosas políticas fiscales anticíclicas orientadas a mitigar la contracción.

I. El Grupo Histórico de Comparación

Reinhart y Rogoff (2008a) incluyeron todas las crisis bancarias principales de la postguerra que se han dado en el mundo desarrollado (un total de 18) y pusieron particular énfasis en aquellas conocidas como “las cinco grandes” (España 1977, Noruega 1987, Finlandia 1991, Suecia 1991 y Japón 1992). Está ahora más allá de discusión que la presente crisis financiera en EE.UU. es grave cualquiera que sea la métrica que utilicemos. En consecuencia, nos centramos aquí solamente en crisis financieras sistémicas, incluyendo las “cinco grandes” crisis en economías desarrolladas junto con cierto número de episodios famosos en mercados emergentes: la crisis asiática 1997-1998 (Hong Kong, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia); Colombia 1998 y Argentina 2001. Son casos estos en los que tenemos todos o la mayoría de los datos relevantes que permiten hacer comparaciones completas. Resultan cruciales para el análisis los datos históricos de precios de la vivienda, que pueden ser difíciles de obtener y son críticos para valorar el episodio actual¹. También incluimos dos casos históricos para los cuales disponemos de precios de la vivienda, Noruega 1899 y los Estados Unidos en 1929.

II. La Contracción tras la Crisis: Una Comparativa de su Profundidad y Duración

La Figura 1 muestra la fase de pinchazo en el ciclo de precios de la vivienda que se da en las cercanías de las crisis bancarias, incluyendo el episodio actual en los Estados Unidos y cierto número de países que en este momento están experimentando crisis bancarias: Austria, Hungría, Islandia, Irlanda, España y el Reino Unido. Las crisis vigentes hoy están marcadas con barras blancas, las crisis anteriores con barras en color. El declive acumulado en los precios reales de la vivienda desde su máximo hasta su mínimo es en promedio² del 35,5%. Las caídas más graves en los precios inmobiliarios se experimentaron en Finlandia, Filipinas, Colombia y Hong Kong. Sus crashes fueron del 50% al 60%, midiendo del máximo al mínimo. El precio de la vivienda experimentado por los Estados Unidos en el episodio presente hasta la fecha (casi un 28% de acuerdo con el índice Case-Shiller) ya es de más del doble que el registrado en los EE.UU. durante la Gran Depresión.

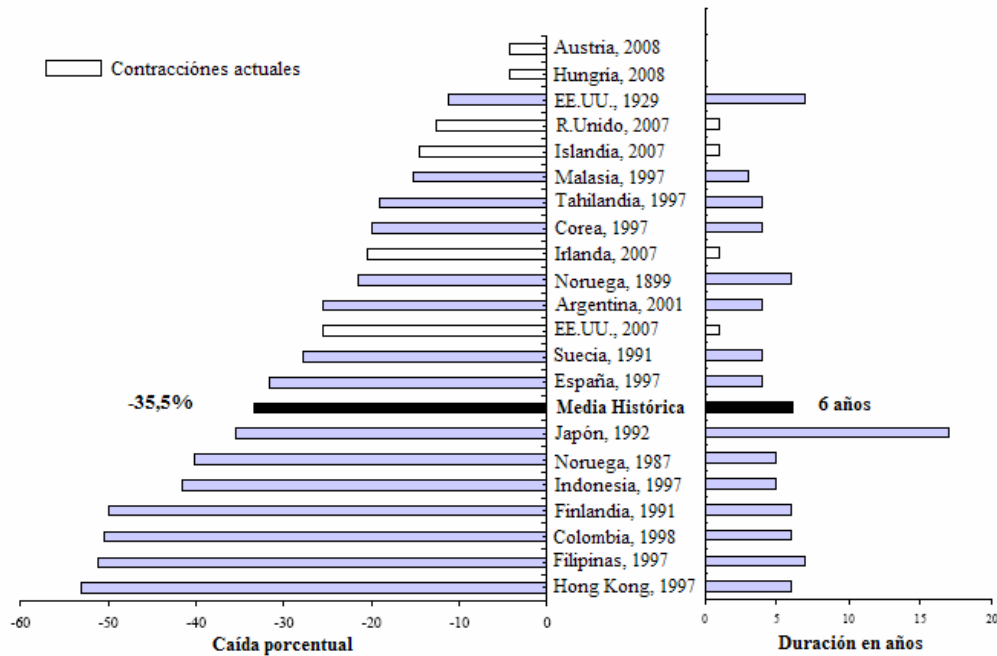
Resulta notable que la duración de los declives en el precio de las viviendas es bastante prolongada, promediando aproximadamente seis años. Incluso excluyendo la extraordinaria experiencia de Japón (con sus 17 años consecutivos de caídas en los precios inmobiliarios), el promedio sigue siendo de cinco años.

¹ En Reinhart y Rogoff (2008b) estudiamos las crisis financieras en 66 países a lo largo de 200 años, enfatizando los amplios paralelismos entre los mercados emergentes y los países en desarrollo, incluyendo por ejemplo el casi universal incremento en la deuda gubernamental.

² El promedio histórico, marcado en negro en el diagrama, no incluye las crisis actuales en vigor.

Figura 1

**Ciclos de Precios Reales de la Vivienda y Crisis Bancarias, pasadas y presentes:
Caídas de Precios -máx a mín- (izq) y Duración de la Contracción en años (der)**



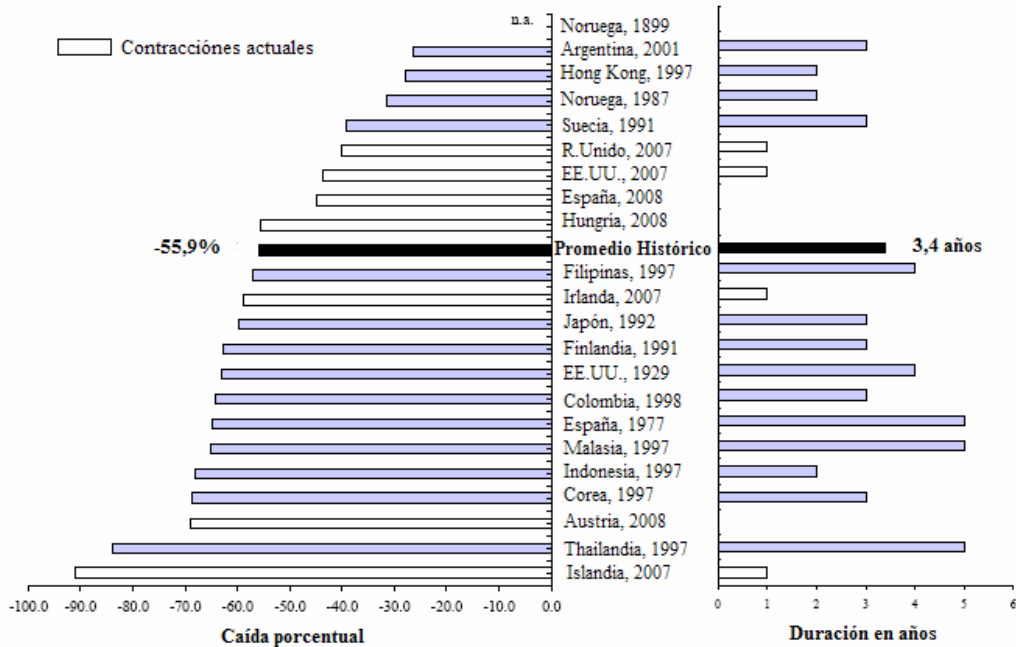
Fuentes: Reinhart y Rogoff (2008b) y las fuentes allí citadas.

Notas: Cada episodio de crisis bancaria se identifica con el país y el año de inicio de la crisis. Sólo se han incluido episodios de crisis bancarias graves (sistémicas), sujetos a limitaciones en los datos disponibles. El promedio histórico reportado no incluye los episodios de crisis actualmente vigentes. Los índices de precios al consumidor se utilizan para reducir los precios nominales de la vivienda.

Como se ilustra en la Figura 2, la caída en el precio de las acciones que acompaña a las crisis bancarias es bastante más acusado que las caídas en los precios de la vivienda, si bien de duración algo más breve. La duración más corta de esta contracción en comparación con la de los precios inmobiliarios es consistente con la observación de que los precios de las acciones son bastante menos inerciales. El declive histórico promedio en los precios de las acciones es del 55,9%, prolongándose la fase contractiva del ciclo durante 3,4 años. De manera notable, durante el ciclo actual, Islandia y Austria ya han experimentado declives desde su máximo a su mínimo que exceden sobradamente el promedio del grupo histórico de comparación.

Figura 2

**Precios Reales de las Acciones y Crisis Bancarias, pasadas y presentes:
Caídas de cotizaciones -máx a mín- (izq) y Duración de la Caída en años (der)**



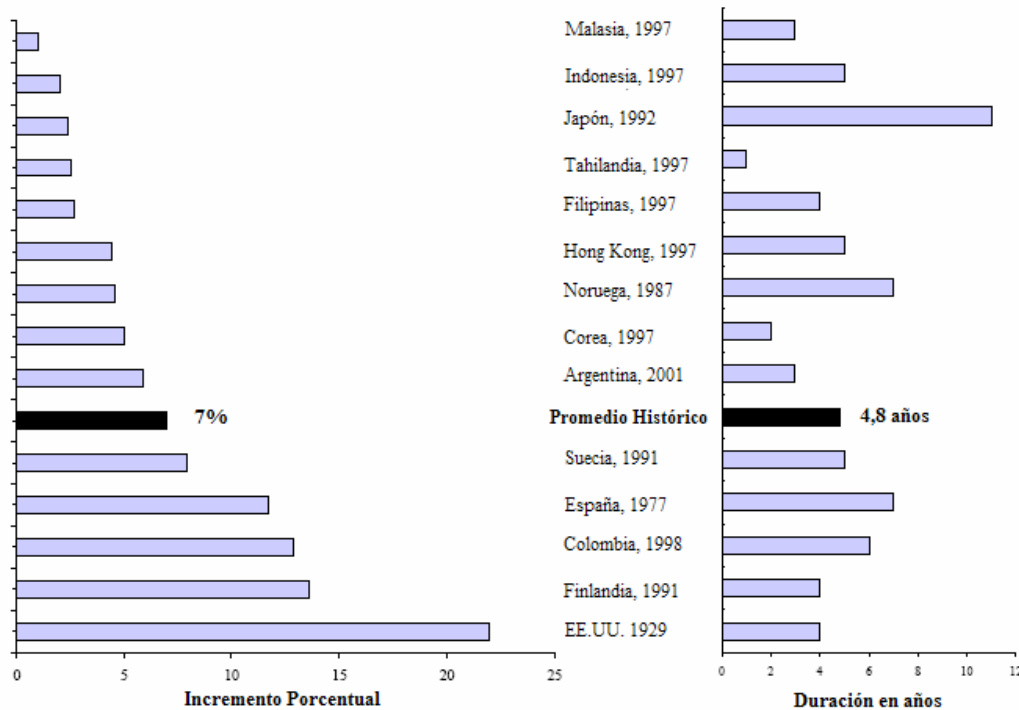
Fuentes: Reinhart y Rogoff (2008b) y las fuentes allí citadas.

Notas: Cada episodio de crisis bancaria se identifica con el país y el año de inicio de la crisis. Sólo se han incluido episodios de crisis bancarias graves (sistémicas), sujetos a limitaciones en los datos disponibles. El promedio histórico reportado no incluye los episodios de crisis actualmente vigentes. Los índices de precios al consumidor se utilizan para reducir los precios nominales de las acciones.

La Figura 3 muestra los incrementos en las tasas de desempleo entre el grupo de comparación. (Puesto que la tasa de desempleo se considera un indicador retrasado, no incluimos la crisis actual). En promedio, el desempleo aumenta durante al menos cinco años, con un incremento en la tasa de paro de cerca de 7 puntos porcentuales. Aunque ninguno de los episodios en la postguerra iguala el aumento en el desempleo de más del 20 puntos porcentuales experimentada por los Estados Unidos durante la Gran Depresión, los efectos de las crisis financieras sobre el empleo son no obstante considerablemente grandes en muchos casos.

Figura 3

Ciclos de Empleo y Crisis Bancarias pasadas y presentes: Incremento -máx a mín, en porcentaje- en la Tasa de Paro (izq) y Duración de la Contracción en años (der)



Fuentes: OCDE, FMI, Estadísticas Históricas de los Estados Unidos (HSOUS), varias fuentes nacionales y cálculos de los autores.

Notas: Cada episodio de crisis bancaria se identifica con el país y el año de inicio de la crisis. Sólo se han incluido episodios de crisis bancarias graves (sistémicas), sujetos a limitaciones en los datos disponibles. El promedio histórico reportado no incluye los episodios de crisis actualmente vigentes.

Resulta interesante constatar en la Figura 3 que en lo tocante a crisis bancarias, los mercados emergentes, particularmente los de Asia, parecen hacerlo mejor en términos de desempleo que las economías avanzadas. Aunque existen factores bien conocidos que hay que tener en cuenta a la hora de comparar estas tasas entre países³, el comportamiento relativamente más débil en los países avanzados sugiere la posibilidad de que una mayor flexibilidad (a la baja) en los salarios en los mercados emergentes puede ayudar a acolchonar el empleo durante períodos de perturbación económica grave. Las carencias en la seguridad social en las economías emergentes, cuando se comparan con las industrializadas, presumiblemente hacen también que los trabajadores tengan más ansiedad por evitar quedarse sin trabajo.

La Figura 4 Presenta los ciclos en el PIB real per cápita que rodean las crisis bancarias. La magnitud promedio del declive, un 9,3%, es muy llamativa. Hay que admitir, para el período posterior a la II Guerra Mundial, que las caídas en el PIB real son más pequeñas para las economías avanzadas que para las economías de los mercados emergentes. Una explicación probable para las contracciones más graves que se observan en los mercados emergentes es que éstos son proclives a reversiones abruptas en la

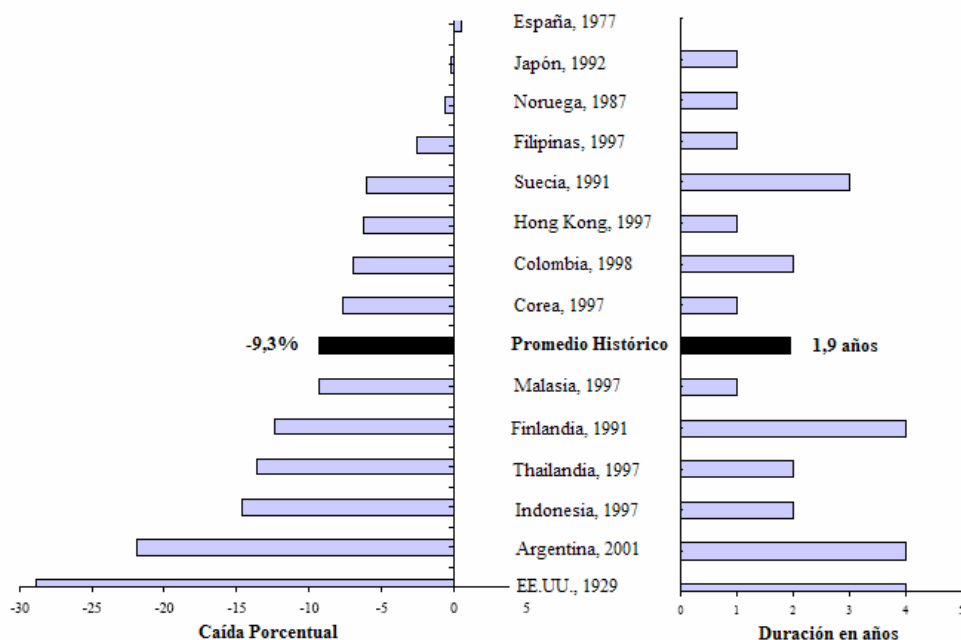
³ En particular, un extenso “subempleo” en muchos mercados emergentes no queda registrado en las estadísticas oficiales de paro.

disponibilidad de crédito extranjero. Cuando el capital extranjero llega a una “parada repentina” [sudden stop], para usar la expresión acuñada por Guillermo Calvo, Alejandro Izquierdo y Rudy Loo-Kung (2006), la actividad económica entra en barrena⁴.

Comparado con el del desempleo, el ciclo desde el máximo al mínimo en el PIB es bastante más breve, de sólo dos años. Presumiblemente, esto se debe en parte a que el crecimiento potencial del PIB es positivo, y estamos midiendo sólo cambios absolutos en ingresos, y no las brechas con respecto a la producción potencial. Aún así, las recesiones que rodean a las crisis financieras han de considerarse inusualmente largas comparadas con las recesiones normales que típicamente duran menos de un año⁵. De hecho, las recesiones que duran varios años generalmente sólo se dan en economías que requieren una profunda reestructuración, tales como la de Gran Bretaña en 1970 (antes de Thatcher), Suiza en los 90 y Japón post-1992 (este último caso debido no sólo a su colapso financiero, sino también debido a la necesidad de reorientar la economía a la luz del surgimiento de China). Las crisis bancarias, por supuesto, requieren generalmente una reestructuración dolorosa del sistema financiero, y por eso son un ejemplo importante de este principio general.

Figura 4

**Ciclos de PIB Real per cápita y Crisis Bancarias pasadas y presentes:
Caída porcentual en PIB Real (izq) y Duración de la contracción en años (der)**



Fuentes: Total Economy Database (TED), Estadísticas Históricas de los Estados Unidos (HSOUS) y cálculos de los autores.

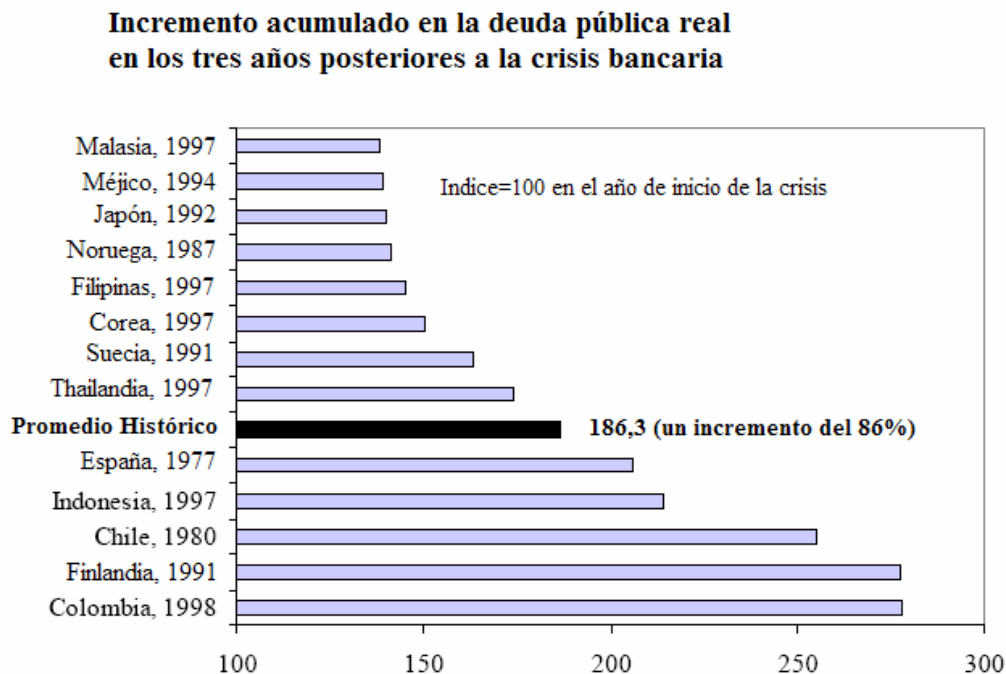
Notas: Cada episodio de crisis bancaria se identifica con el país y el año de inicio de la crisis. Sólo se han incluido episodios de crisis bancarias graves (sistémicas), sujetos a limitaciones en los datos disponibles. El promedio histórico reportado no incluye los episodios de crisis actualmente vigentes. El PIB Total, en millones de \$USA de 1990 (convertidos en PPPs de Geary Khamis) divididos por la población en el año intermedio.

⁴ Cuando no ha resultado posible obtener financiación extranjera alguna, los mercados emergentes han visto colapsarse su consumo e inversión en varias crisis financieras.

⁵ Ver FMI *World Economic Outlook*, Abril 2.002, Capítulo 3

La Figura 5 muestra el aumento en la deuda gubernamental real en los tres años posteriores a una crisis bancaria. El deterioro en las finanzas de los gobiernos es sorprendente, con un aumento promedio en la deuda de más del 86%. Reinhart y Rogoff (2008b), aprovechando unos datos históricos recientemente rescatados sobre deuda doméstica, muestran que este mismo incremento en la deuda gubernamental ha sido una característica definitoria en las secuelas de las crisis bancarias durante más de un siglo. Estudiamos el porcentaje de incremento en la deuda, en lugar de la ratio deuda/PIB, porque en algunos casos unas caídas pronunciadas en la producción complicarían la interpretación de las ratios deuda/PIB. Como señalan Reinhart y Rogoff (2008b), los marcados incrementos característicos en la deuda gubernamental vienen impulsados principalmente por bruscas caídas en las recaudaciones impositivas y, en muchos casos, grandes aumentos en el gasto gubernamental para luchar contra la recesión. Los costes de los rescates bancarios a los que se da tanto bombo son, en varios casos, sólo una contribución relativamente menor a las cargas de deuda posteriores a las crisis financieras.

Figura 5



Fuentes: Reinhart y Rogoff (2008b) y las fuentes allí citadas.

Notas: Cada episodio de crisis bancaria se identifica con el país y el año de inicio de la crisis. Sólo se han incluido episodios de crisis bancarias graves (sistémicas), sujetos a limitaciones en los datos disponibles. El promedio histórico reportado no incluye los episodios de crisis actualmente vigentes, que han sido omitidas debido a que estas crisis comienzan en 2.007 o después y aquí comparamos la deuda tres años después del inicio de la crisis bancaria.

III. Comentarios Finales

El examen de las secuelas en las crisis financieras graves muestra profundos y duraderos efectos en los precios de los activos, la producción y el empleo. El aumento en el paro aumenta y el declive en el precio de la vivienda se extiende durante cinco y seis años, respectivamente. Por el lado alentador, la producción sólo decae en promedio

durante dos años. Incluso las recesiones iniciadas por crisis financieras eventualmente finalizan, aunque de manera casi invariable ese final viene acompañado de incrementos masivos en la deuda gubernamental.

¿Cuán relevantes son las referencias históricas para evaluar la trayectoria de la presente crisis financiera global? Por un lado, se puede argumentar que las autoridades tienen hoy un marco de trabajo más flexible en política monetaria, particularmente gracias a un régimen de tipo de cambio global menos rígido. Algunos bancos centrales ya han mostrado una agresividad para actuar que estuvo notablemente ausente en los años 30, o en la más contemporánea experiencia japonesa. Por otro lado, sería prudente no llevar demasiado lejos la presunción de que somos más listos que nuestros predecesores. Unos pocos años atrás mucha gente hubiera dicho que los avances en ingeniería financiera habían logrado mucho para suavizar el ciclo de negocios y limitar el riesgo de contagio financiero.

Desde el inicio de la crisis actual, los precios de los activos se han desplomado en los Estados Unidos y en otros lugares siguiendo la ruta marcada por los precedentes históricos. El análisis que realizamos en este trabajo de las consecuencias post-crisis sobre el desempleo, la producción y la deuda gubernamental, ofrecen cifras de referencia que llaman a la reflexión sobre cómo seguirá desarrollándose la crisis actual. Desde luego, estas comparaciones históricas están basadas en episodios que, con la notable excepción de la Gran Depresión en los Estados Unidos, fueron de naturaleza individual o regional. La naturaleza global de la crisis hará bastante más difícil para muchos países el abrirse una salida a través de un aumento en las exportaciones, o de suavizar los efectos sobre el consumo a través del crédito extranjero. En tales circunstancias, la reciente tregua en las suspensiones de pagos soberanos es probable que finalice. Como destacan Reinhart y Rogoff (2008b), las suspensiones de pagos de las economías emergentes tienden a aumentar marcadamente cuando muchos países experimentan simultáneamente crisis bancarias domésticas.

REFERENCIAS

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Rudy Loo-Kung. 2006. “Relative Price Volatility Under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects.” *Journal of International Economics* Vol. 9 No. 1: 231–254. [Volatilidad relativa en los precios en Paradas Repentinadas: la Relevancia de los Efectos de los Balances]

International Monetary Fund. 2002. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund. [Panorama Económico Mundial]

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2008a. “Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison.” *American Economic Review* Vol. 98 No. 2: 339–344. [¿Es la crisis subprima USA 2007 tan distinta? Una comparación histórica internacional]

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2008b. “Banking Crises: An Equal Opportunity Menace.” National Bureau of Economic Research Working Paper 14587. [Crisis bancarias: una amenaza con igualdad de oportunidades]

Promedios históricos en 15 recesiones pasadas (1899 – 2001)			
Parámetro	Profundidad	Duración (años)	Notas
Precios Inmobiliarios	-35,5%	6,0	Ex – Japón=5 años
Precios Acciones	-55,9%	3,4	Islandia, Austria superan ya la media
Desempleo	+7,0%	4,8	Más “subempleo” en emergentes
PIB per capita	-9,3%	1,9	Recesiones “normales”: < 1 año
Deuda 3 años después	+86,3%	(n.a.)	Los rescates bancarios pesan poco