



## Aspectos internacionales de las imperfecciones del mercado financiero: las consecuencias de la crisis financiera<sup>1</sup>

Oscar Leonel Herrera Velásquez<sup>2</sup>

### Introducción

En Reinhart y Rogoff (2008a), los autores demostraron que los indicadores estándar para los Estados Unidos de América (EE UU) –por ejemplo el crecimiento de precios en el mercado inmobiliario, grandes y continuos déficits en la cuenta corriente y una trayectoria de reducción del crecimiento económico– exhibían virtualmente signos de un país al borde de una crisis financiera severa. En este artículo, los autores relacionan un análisis histórico comparativo similar, enfocándose en los efectos de una crisis bancaria sistémica. En el trabajo referido, los autores deliberadamente excluyeron a los países con mercados emergentes del marco de comparación. Dado que EE UU es un centro financiero altamente sofisticado ¿qué puede tener en común con las economías con mercados emergentes cuando sobreviene una crisis financiera? Reinhart y Rogoff (2008b) demuestran que los antecedentes y las consecuencias de las crisis financieras en países ricos y países con mercados emergentes tienen una cantidad asombrosa de aspectos en común. En efecto, existen patrones similares en cuanto a los mercados inmobiliarios, a los precios en los activos financieros, al desempleo, a los ingresos del Gobierno y a la deuda. Además, históricamente no existe mucha diferencia en cuanto a la frecuencia o a la incidencia de las crisis financieras, incluso si las comparaciones se limitan al período pos Segunda Guerra Mundial. Así, este estudio acerca de las consecuencias de las crisis financieras incluye un número de casos recientes para países con mercados emergentes, con el fin de ampliar el marco de comparación. Por lo general, las crisis financieras son fenómenos que se prolongan



en el tiempo. A menudo, las consecuencias más severas de las crisis financieras se pueden analizar por medio de tres características. Primero, el derrumbamiento del mercado de activos es profundo y prolongado. En efecto, el precio de los activos inmobiliarios en términos reales declinó en promedio en un 35 por ciento, estimando que su recuperación tardará aproximadamente seis años, en tanto que el precio de las acciones disminuyó en promedio en un 55 por ciento y se prevé que la recuperación de su valor tardará un promedio de tres años y medio. En segundo lugar, las consecuencias de la crisis bancaria se asocian a disminuciones profundas tanto en la producción como en el empleo. Efectivamente, la tasa de desempleo experimentó un aumento de siete puntos porcentuales respecto de la tasa más baja del ciclo, diferencia que tardará en recuperarse unos cuatro años. Por su parte, la producción cayó (de su pico más alto) en un promedio de 9 por ciento y la recuperación de tal caída durará aproximadamente dos años, período de recuperación considerablemente menor al del desempleo. Tercero, el valor de la deuda, en términos reales, tiende a estallar, aumentando un 86% respecto a los valores más altos experimentados (desde la Segunda Guerra Mundial). De hecho, los grandes conductores en los aumentos de la deuda son el derrumbamiento inevitable en los ingresos fiscales y las prolongadas contracciones de la producción.

<sup>1</sup> Resumen y traducción libre del documento: "International aspects of financial-market imperfections. The aftermath of financial crises". Por Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 2009, 99:2, 466–472

<sup>2</sup> Experto Económico del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

### Contenido

Aspectos internacionales de las imperfecciones del mercado financiero: las consecuencias de la crisis financiera

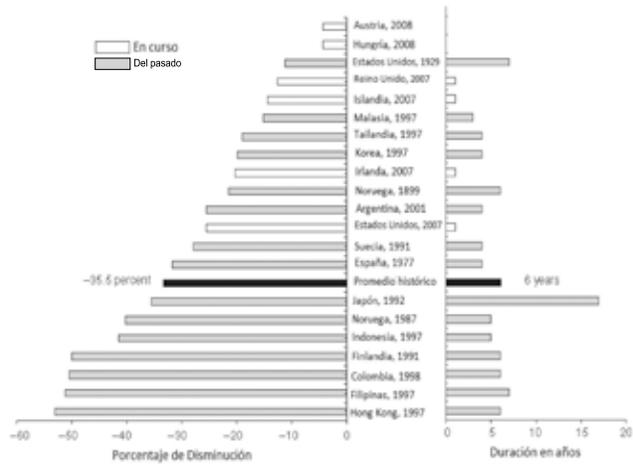
**I. Grupo de comparación histórica**

Reinhart y Rogoff (2008a) incluyeron todas las crisis bancarias importantes de la posguerra en países desarrollados (un total de 18) y pusieron particular énfasis en las cinco crisis más grandes (España 1977, Noruega 1987, Finlandia 1991, Suecia 1991 y Japón 1992). En este trabajo, los autores se centran en las crisis financieras sistémicas, incluyendo las de los cinco países más grandes, más un número de episodios de crisis de países con mercados emergentes: en Asia 1997-1998 (Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia); Colombia 1998; y Argentina 2001.

**II. El descenso después de la crisis: una comparación de la profundidad y de la duración**

El gráfico 1 muestra el valle del ciclo del precio de la vivienda como resultado de una crisis bancaria, incluyendo el episodio actual en EE UU y otros países del mundo, tales como Austria, Hungría, Islandia, Irlanda, España y el Reino Unido. El declive acumulado de los precios de la vivienda en términos reales fue de 35.5%. Las declinaciones más severas han sido experimentadas por Finlandia, Filipinas, Colombia y Hong Kong. Los respectivos desplomes en esos países superaron el 50%. Por su parte, La disminución de dichos precios para los EE UU durante el episodio actual de crisis fue cercano al 28%, más del doble respecto al registrado durante la Gran Depresión. En cuanto a la duración de las declinaciones de tales precios, las mismas son consideradas absolutamente duraderas, tal que el promedio de duración es de seis años, excepto la experiencia extraordinaria de Japón (con 17 años consecutivos de declinaciones).

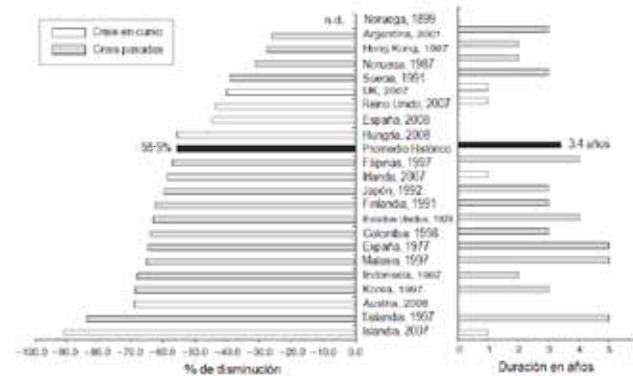
**Gráfico 1**  
**Ciclos pasados y en curso del precio de la vivienda en términos reales durante las crisis bancarias**



**Nota:** cada episodio de crisis bancaria está identificado por país y año del principio de la crisis. Se incluyen solamente los episodios sistémicos de las crisis bancarias, debido a la limitación de los datos. El promedio histórico no incluye episodios en curso de la crisis. Para los episodios en curso, los cálculos se basan en datos con los períodos siguientes: Octubre de 2008, mensual: para Islandia e Irlanda; 2007, anualmente: para Hungría; y 2008 trimestral: para el resto de países. Los índices de precios al consumo se utilizan para desinflar precios nominales de la vivienda.  
**Fuente:** Reinhart and Rogoff (2008b)

Por otro lado, el gráfico 2 ilustra la disminución del precio de las acciones que históricamente han acompañado a las crisis financieras registradas y cómo tales disminuciones han sido más profundas comparadas con las de los precios de la vivienda. Por su parte, la duración de la caída de los precios de las acciones, medida en años, es más corta que la que corresponde a la caída en el precio de la vivienda, lo cual demuestra que las disminuciones en los precios de las acciones son menos inerciales; de esa cuenta, la disminución histórica en los precios de las acciones es de 55.9% y la fase de descenso del ciclo dura 3.4 años. Notablemente, Islandia y Austria registraron caídas por arriba del promedio histórico, contrario a lo observado en las caídas de los respectivos precios de la vivienda.

**Gráfico 2**  
**Ciclos pasados y en curso del precio de las acciones en términos reales durante las crisis bancarias**



Director Oscar Roberto Monterroso Sazo	Producción Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros Antonieta Gutiérrez Sergio Francisco Recinos R.	Edición Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador Ivar Ernesto Romero Ch.	Arte y Diagramación Juan Manuel Colorado H. Pedro Marcos Santa Cruz L.

**NOTAS MONETARIAS** es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarán la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre que se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

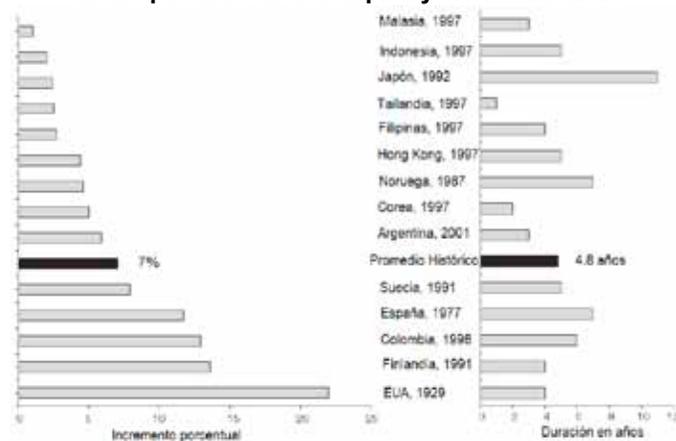
**Nota:** cada episodio de crisis bancaria se identifica por país y año del principio de la crisis. Por limitación de información, solamente se incluyen episodios sistémicos de crisis bancarias. El promedio histórico no incluye el episodio actual de crisis. Para los episodios en curso, los cálculos se basan en datos hasta el 2 de diciembre de 2008. Los índices de precios al consumo se utilizan para desinflar los precios nominales.

**Fuente:** OCDE, FMI, Historical Statistics of the United States (HSOUS), varias fuentes de país, y cálculos de los autores.

En el gráfico 3 se observan las tasas de desempleo para el grupo de países comparados. En promedio, el desempleo dura, después de una crisis bancaria, alrededor de cinco años, con un incremento cercano a siete puntos porcentuales. Un hecho importante es que después de las crisis bancarias pos Segunda Guerra Mundial, los países no han superado una tasa de desempleo de más del veinte por ciento, como sí lo experimentó EE UU durante la Gran Depresión. Sin embargo, para algunos países las consecuencias en el nivel de empleo sí son importantes.

Gráfico 3

**Ciclos pasados de desempleo y crisis bancarias**



**Nota:** cada episodio de crisis bancaria se identifica por país y año del principio de la crisis. Por limitación de información, solamente se incluyen episodios sistémicos de crisis bancarias. El promedio histórico no incluye el episodio actual de crisis. Para los episodios en curso, los cálculos se basan en datos hasta el 2 de diciembre de 2008. Los índices de precios al consumo se utilizan para desinflar los precios nominales.

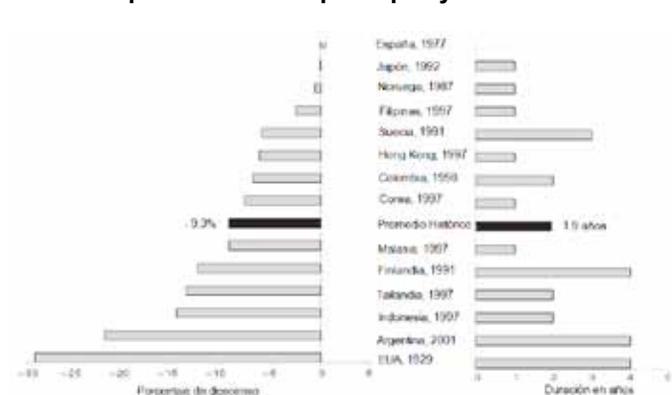
**Fuente:** OCDE, FMI, Historical Statistics of the United States (HSOUS), varias fuentes de país, y cálculos de los autores.

Es interesante observar, a partir del gráfico 3, que cuando ocurre una crisis bancaria, los mercados emergentes, particularmente los de Asia, parecen manejarse mejor en términos de desempleo respecto a las economías avanzadas. Por otro lado, la degradación de las prestaciones laborales en los países avanzados sugiere que la mayor flexibilidad (hacia la baja) del salario en los mercados emergentes puede, en determinado momento, servir como amortiguador del desempleo durante períodos de estrés económico en los países con tales mercados. Por su parte, los gaps en la red de seguridad social en economías con mercados emergentes, comparados con los correspondientes a las

economías industrializadas, probablemente determina que los trabajadores eviten llegar a estar desempleados. Por su parte, los ciclos del PIB per cápita (gráfico 4), observados durante las crisis bancarias, sugieren que la magnitud media de disminución del mismo es del orden del 9.3%, porcentaje realmente relevante. Se observa que para el período pos Segunda Guerra Mundial, las disminuciones de dicho indicador son más pequeñas para las economías avanzadas que para las economías con mercados emergentes. Una explicación probable para el caso de las contracciones severas observadas en estas últimas economías, es que son economías muy propensas a la reversión del crédito externo. Comparado al desempleo, el ciclo del PIB, a partir del punto más alto, es mucho más corto (solamente dos años). Probablemente, esto se deriva en parte porque el crecimiento potencial del PIB es positivo y, además, sólo se miden cambios absolutos en el ingreso y no en los gaps relativos del producto potencial.

Gráfico 4

**Ciclos pasados del PIB per cápita y crisis bancarias**



**Nota:** cada episodio de crisis bancaria se identifica por país y año del principio de la crisis. Por limitación de información, solamente se incluyen episodios sistémicos de crisis bancarias. El promedio histórico no incluye el episodio actual de crisis. El PIB está medido en millones de dólares de 1990. Para efectos del PIB per cápita se tomó en cuenta la población de mitad de cada año.

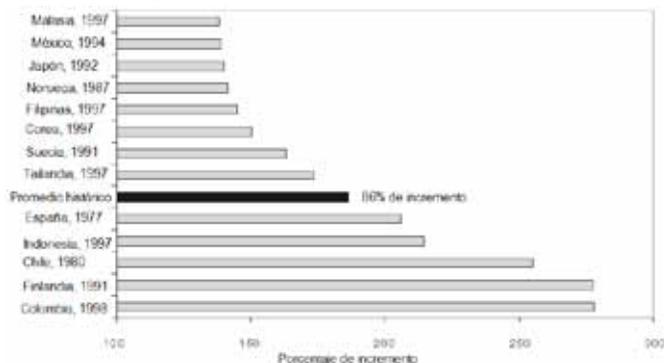
**Fuente:** Total Economy Database (TED), Historical Statistics of the United States (HSOUS), varias fuentes de los países, y cálculos de los autores.

El gráfico 5 muestra el incremento de la deuda del Gobierno en los tres años posteriores a una crisis bancaria. El deterioro en las finanzas de Gobierno ha sido congruente con un incremento promedio de la deuda del 86%. Reinhart y Rogoff (2008b) demuestran que la acumulación de deuda del Gobierno ha sido una consecuencia, por definición, de las crisis bancarias durante el último siglo. Según los autores, se ha observado un aumento de la deuda respecto al PIB, como consecuencia de las agudas disminuciones de los ingresos fiscales y, en muchos casos, derivado de

grandes excesos en el gasto público para luchar contra la recesión.

Gráfico 5  
**Incremento acumulativo de la Deuda Pública  
 en términos reales**

-En los siguientes 3 años después de la Crisis Bancaria-



**Nota:** cada episodio de crisis bancaria se identifica por país y año del principio de la crisis. Por limitación de información, solamente se incluyen episodios sistémicos de crisis bancarias. El promedio histórico no incluye el episodio actual de crisis. Las comparaciones de stock de deuda son después de tres años a partir de registrada la crisis bancaria.

**Fuente:** Reinhart and Rogoff (2008b)

### III. Conclusiones

Las consecuencias de las severas crisis financieras a través de la historia demuestran efectos profundos y duraderos sobre los precios del mercado inmobiliario, la producción y el empleo. El desempleo aumenta y el precio de la vivienda disminuye, y el efecto se extiende durante cinco y seis años posteriores a la crisis, respectivamente. Por su parte, después de las crisis, la deuda del Gobierno experimenta importantes incrementos.

¿Cuán relevante es el marco histórico de comparación para determinar la trayectoria de la crisis financiera actual? Por una parte, las autoridades tienen actualmente un marco de política monetaria más flexible, gracias a un régimen de tipo de cambio cada vez más flexible. Los bancos centrales han demostrado ser más agresivos en su actuar respecto de los años treinta. Por otro lado, no sería muy sabio afirmar que hoy somos más inteligentes que nuestros precursores. Hace algunos años, mucha gente hubiera afirmado que las mejoras en la ingeniería financiera atenuaban el ciclo económico, además de limitar el riesgo de contagio financiero. Afirmación que no se puede sostener después de la reciente crisis bancaria. Desde el inicio de la crisis actual, los precios de los activos en EE UU han experimentado una caída sin precedentes. El análisis de la poscrisis para el desempleo, la producción y la deuda del Gobierno proporcionan un marco histórico de comparación de los efectos de las crisis bancarias. De hecho, estas

comparaciones históricas fueron basadas en episodios que, con excepción notable de la Gran Depresión de EE UU, fueron de naturaleza individual o regional. Sin embargo, la naturaleza global de la crisis actual hará más difícil que muchos países puedan crecer, vía exportaciones más altas o por medio de financiamiento externo.

### 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*, 9(1): 231–54.
- International Monetary Fund (2002). *World Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund, April 1.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2008a). "Is the 2007 U. S. subprime crisis so different? An International Historical Comparison", *American Economic Review*, 98(2): 339–44.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2008b). "Banking crises: an equal opportunity menace", National Bureau of Economic Research Working Paper 14587.