

**NBER WORKING PAPER SERIES**

**¿ES TAN DIFERENTE LA CRISIS FINANCIERA SUB-PRIME DE 2007 EN  
EEUU? UNA COMPARACIÓN HISTÓRICA INTERNACIONAL(\*)**

Carmen M. Reinhart  
Kenneth S. Rogoff

Working Paper 13761  
<http://www.nber.org/papers/w13761>

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH  
1050 Massachusetts Avenue  
Cambridge, MA 02138  
Enero 2008-04-22

Este ensayo fue preparado para la *American Economic Review Papers and Proceedings*. Reinhart: Escuela de Políticas Públicas y Departamento de Economía, 4105 Van Munching Hall, Universidad de Maryland, College Park, Maryland 20742; correo electrónico: [creinhar@umd.edu](mailto:creinhar@umd.edu); y Rogoff: Departamentos de Economía, 231 Littauer Center, Harvard University, Cambridge MA 02138-3001; correo electrónico: [krogoff@harvard.edu](mailto:krogoff@harvard.edu). Los autores desean agradecer a Vincent R. Reinhart y Alan Taylor por sus comentarios de gran utilidad. Las opiniones aquí vertidas pertenecen a los autores y no expresan necesariamente las del National Bureau of Economic Research.

© 2008 por Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff. Todos los derechos reservados. Se pueden citar sin autorización explícita pequeñas secciones del texto, que no excedan los dos párrafos, citando la fuente y el ©.

---

\* Traducido para este Boletín por la Lic. Elsa Kraisman

## **ES TAN DIFERENTE LA CRISIS FINANCIERA SUB-PRIME DE 2007 EN EEUU? UNA COMPARACIÓN HISTÓRICA INTERNACIONAL**

Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff

NBER Working Paper 13761

Enero 2008-04-22

JEL. N° E44,F30,N20

### **RESUMEN**

¿Es verdaderamente la crisis financiera 2007-2008 de las hipotecas *sub-prime* en EEUU, un fenómeno nuevo y diferente? Nuestro examen de los registros históricos más extensos encuentra asombrosas similitudes, tanto cuantitativas como cualitativas, con 18 crisis financieras en países industrializados durante la temprana posguerra. En particular, la aceleración de los precios de las acciones y de las viviendas en EEUU (que la literatura sobre crisis financieras destaca como el mejor indicador líder para países que experimentan grandes entradas de capitales,) sigue muy de cerca el promedio verificado en las primeras crisis. Otra similitud importante es la forma en V invertida adoptada por la curva de crecimiento de la producción en Estados Unidos, a medida que la economía se enfriaba en vísperas de la crisis. Entre los otros indicadores, la aceleración de la deuda pública estadounidense está algo por debajo del promedio de otros episodios; la inflación pre-crisis también está en un nivel inferior. Por otro lado, la trayectoria de su déficit en cuenta corriente es peor que el promedio. Una pregunta crítica es si la crisis estadounidense resultará ser similar a las más severas crisis de los países industrializados, en cuyo caso el crecimiento podría caer significativamente por debajo de la tendencia durante un período prolongado. ¿O resultará ser similar a los episodios más leves, en los que la recuperación fue relativamente rápida? Mucho dependerá de cuán grande resulte el *shock* sobre el sistema financiero y, en menor medida, en la eficacia de las subsiguientes medidas de política económica que se adopten en respuesta a la crisis.

Carmen M. Reinhart

Universidad de Maryland

Escuela de Políticas Públicas y Departamento de Economía

4105 Van Munching Hall

College Park, MD 20742

y NBER

[creinhar@umd.edu](mailto:creinhar@umd.edu)

Kenneth S. Rogoff

Profesor Thomas D. Cabot de Políticas Públicas

Departamentos de Economía

Harvard University

Littauer Center 232

Cambridge, MA 02138-3001

y NBER

[krogoff@harvard.edu](mailto:krogoff@harvard.edu)

## I. Introducción

La primera crisis financiera de trascendencia del siglo XXI involucra instrumentos esotéricos, reguladores desprevenidos e inversores en estado de alerta. También sigue un sendero muy transitado y demarcado por desaciertos financieros a lo largo de siglos. ¿Es realmente diferente, esta vez, el problema “especial” de las hipotecas *sub-prime*<sup>†</sup>?

En nuestro examen de los antecedentes históricos más antiguos – como parte de un esfuerzo mucho mayor relacionado con el estudio de las crisis monetarias y de la deuda – hemos hallado sorprendentes paralelos, tanto cualitativos como cuantitativos, en un número de indicadores típicos de crisis financieras. Para nombrar unos pocos, la aceleración en los precios de las acciones y de las viviendas que, según Graciela L. Kaminsky y Carmen M Reinhart (1999), lideran la lista de los mejores indicadores de crisis en países sometidos a importantes entradas de capitales, sigue muy de cerca el promedio alcanzado durante las dieciocho crisis bancarias previas – posteriores a la Segunda Guerra Mundial – en los países industrializados. Lo mismo ocurre con la curva en forma de **V** invertida correspondiente al crecimiento real durante los años previos a las crisis. No obstante la preocupación muy difundida respecto de los efectos, sobre la deuda de la Nación, de los recortes impositivos de comienzos de los años 2000, la aceleración de la deuda pública en E.E.U.U. está algo por debajo del promedio alcanzado en otros episodios de crisis. En contraste, el patrón de comportamiento de los déficit en cuenta corriente en E.E.U.U. es marcadamente peor.

En esta coyuntura no se sabe a ciencia cierta qué va a resultar de los actuales desarreglos. El precedente encontrado en las postrimerías de otros episodios sugiere que las tensiones pueden ser bastante severas, dependiendo especialmente del grado inicial de trauma del sistema financiero (y en cierta medida, de las políticas aplicadas). La caída promedio en el crecimiento (real *per cápita*) de la producción está por encima del 2%, y en general toma 2 años volver a la tendencia. Para los cinco casos más catastróficos (que incluyen episodios en Finlandia, Japón, Noruega, España y Suecia), la caída en el crecimiento anual de la producción, entre los valores máximo y mínimo, superó el 5%, y el crecimiento se mantuvo bien por debajo de la tendencia pre-crisis incluso después de tres años. Estos casos más catastróficos, por supuesto, marcan el límite que los responsables de las medidas de política desean evitar especialmente.

## II. Las Crisis Bancarias y Financieras de Posguerra: Los Datos

Nuestras comparaciones emplean una pequeña porción de un conjunto más amplio de datos históricos que hemos construido (véase Reinhart y Kenneth S. Rogoff, 2008). El conjunto de datos más amplio abarca las crisis bancarias y financieras en todo el mundo, desde 1800 (en algunos casos incluso anteriores). A fin de focalizarnos en los datos más relevantes de la actual situación estadounidense, no consideramos la plétora de crisis en los mercados emergentes, ni las crisis financieras de los países industrializados a raíz de la Gran Depresión, o de los años 1800. No obstante, aún en la muestra más pequeña, el estribillo “esta vez es diferente” se ha repetido muchas veces.

Primero surgen las racionalizaciones. Esta vez, muchos analistas argumentaron, la gran aceleración en los precios de las viviendas en EEUU no fue en absoluto una burbuja,

---

<sup>†</sup> Un **crédito sub-prime** es una modalidad crediticia del mercado financiero de Estados Unidos cuyo riesgo de incumplimiento de pago supera la media del resto de los créditos.

sino que se justificaba en la innovación financiera (incluidas las hipotecas *sub-prime*), y en la constante entrada de capitales de Asia y de los exportadores de petróleo.

Análogamente se argumentó que la gran aceleración en los precios de las acciones era sostenible gracias al impulso del crecimiento de la productividad en EEUU, una caída del riesgo que acompañaba a la “Gran Moderación” de la volatilidad macroeconómica.

En cuanto a la extraordinaria secuencia de grandes déficit norteamericanos en cuenta corriente, que en su punto más alto explicaban más de los 2/3 de los superávits en cuenta corriente del mundo, muchos analistas sostenían que su justificación también se encontraba en nuevos elementos de la economía global. Gracias a la combinación de una economía flexible y la innovación del *boom* tecnológico, se podía esperar que los Estados Unidos disfrutaran por décadas de un crecimiento de la productividad, en tanto el *know-how* superior de los norteamericanos significara mayores retornos sobre la inversión física y financiera de lo que los extranjeros pudieran esperar en los Estados Unidos.

A continuación emerge la realidad. A partir del verano<sup>‡</sup> de 2007, los Estados Unidos experimentaron una llamativa contracción de la riqueza, un incremento en los diferenciales de riesgo, y un deterioro en el funcionamiento del mercado crediticio. La crisis *sub-prime* de 2007 en Estados Unidos tiene, por supuesto, sus raíces en la caída de los precios de las viviendas, lo que a su vez llevó a mayores niveles de incumplimiento en los pagos, particularmente entre los prestatarios de menor calificación crediticia. El impacto de estos incumplimientos de pago sobre el sector financiero se vio muy magnificado por el complejo conjunto de obligaciones diseñadas para distribuir el riesgo de manera eficiente. Por desgracia, esta innovación resultó en instrumentos extremadamente no transparentes y carentes de liquidez ante la caída en los precios de las viviendas.

Como punto de referencia para la crisis *sub-prime* de 2007 en EEUU, recurrimos a los datos de las 18 crisis bancario-financieras del período de posguerra, según fueron identificadas por Kaminsky y Reinhart (1999), Gerard Caprio y otros (2005), y Andrew Mullineux (1990).

Estos episodios críticos incluyen:

*Las Cinco Grandes Crisis:* España (1977), Noruega (1987), Finlandia (1991), Suecia (1991) y Japón (1992); el año de inicio se menciona entre paréntesis.

*Otras Crisis Bancarias y Financieras:* Australia (1989), Canadá (1983), Dinamarca (1987), Francia (1994), Alemania (1977), Grecia (1991), Islandia (1985), e Italia (1990), y Nueva Zelanda (1987), Reino Unido (1973, 1991, 1995), y Estados Unidos (1984).

Las “Cinco Grandes” son todas crisis financieras prolongadas y en gran escala, asociadas a un gran deterioro del desempeño económico durante un período extenso. Japón (1992), por supuesto, marca el inicio de la “década perdida”, aunque todas las otras también dejaron marcas profundas.

Las restantes crisis financieras de los países ricos representan una amplia gama de eventos menores. La de 1984 en EEUU, por ejemplo, involucró ahorros y préstamos. En términos de costos fiscales (3,2% del PBI), está apenas por debajo de las “Cinco Grandes”<sup>§</sup>.

---

<sup>‡</sup> Boreal

<sup>§</sup> El costo fiscal del reordenamiento posterior a una crisis bancaria, puede ser enorme. El costo fiscal de la crisis sueca de 1991 fue del 6% del PBI, y la noruega de 1987 costó el 8% del PBI. El reordenamiento de España

Algunas de las otras 13 crisis son cuestiones relativamente menores, como la crisis en 1998 del Banco Baring (de inversiones) en el Reino Unido o el salvataje en 1994 del Credit Lyonnais en Francia. Por cierto que la exclusión de estas crisis menores no debilitará nuestros resultados, puesto que los desequilibrios en las aceleraciones fueron menores en relación con los desequilibrios mayores de las recesiones.

### III. Comparaciones

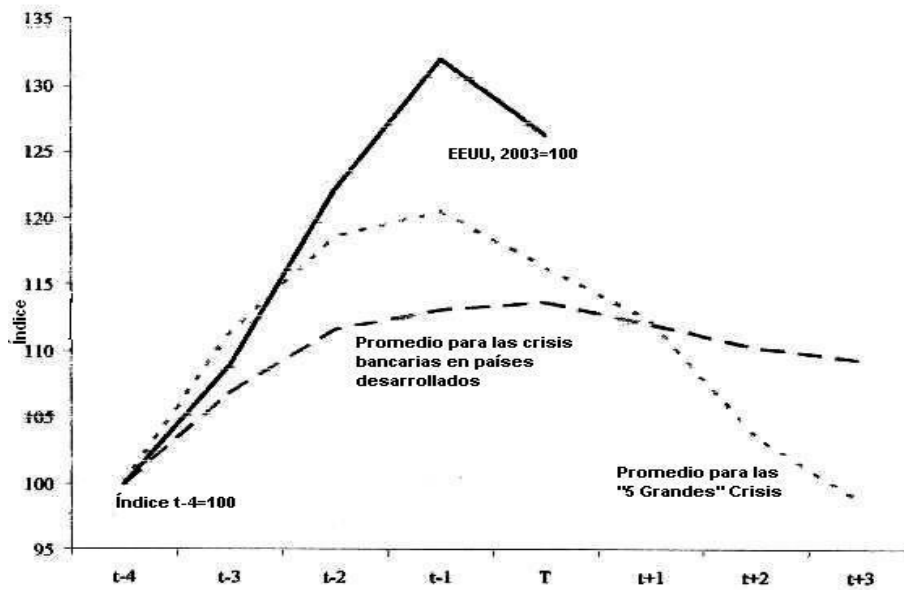
Continuamos ahora con varias comparaciones simples entre la crisis de 2007 en EEUU y los episodios anteriores. Siguiendo la literatura típica que trata las crisis financieras, observamos los precios de los activos, el crecimiento económico real y la deuda pública. Comenzamos en la Figura 1 comparando la aceleración de los precios de las viviendas. El período  $T$  representa el año de inicio de la crisis. Siguiendo esta convención, el período  $T-4$  es cuatro años antes de la crisis; en cada caso, la curva se continúa hasta  $T+3$ , excepto – por supuesto – en el caso de la crisis norteamericana de 2007, la que continúa en manos de los hados<sup>\*\*</sup>. El gráfico confirma la literatura sobre el caso de estudio, mostrando la significativa aceleración en los precios de las viviendas previa a la crisis financiera. Se observa claramente que la aceleración de los precios en Estados Unidos supera a la de las “Cinco Grandes”.

---

posterior a 1977 superó el 16% del PBI. Las estimaciones respecto de la factura que tuvo que pagar Japón tienen una amplia variación; muchas de ellas exceden el 20% del PBI.

<sup>\*\*</sup> Para EEUU, los precios de las viviendas se miden mediante el índice Case-Shiller, descrito y suministrado en Robert Shiller (2005). El resto de la información acerca de precios de vivienda fue puesta a disposición por el Banco de Acuerdos Internacionales y se describe en Gregory D. Sutton (2002).

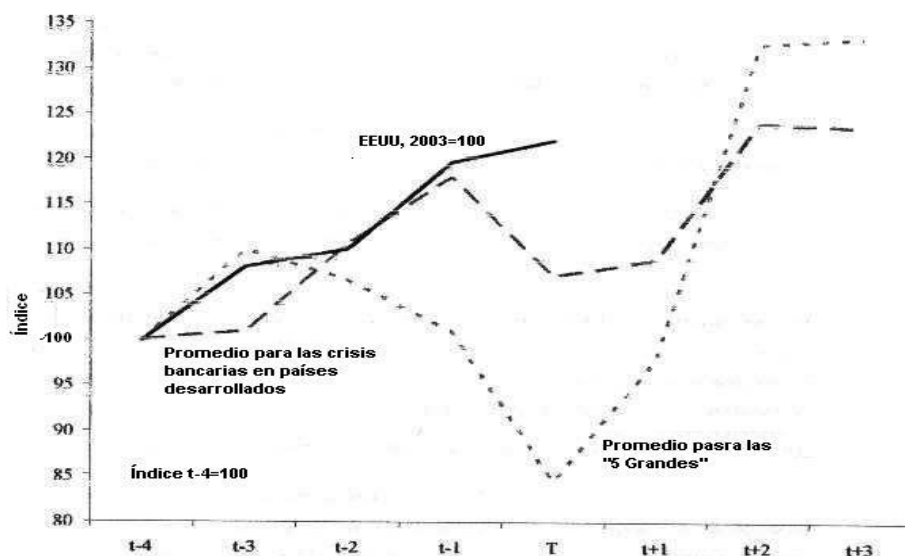
**Figura 1: Precios Reales de las Viviendas y Crisis Bancarias**



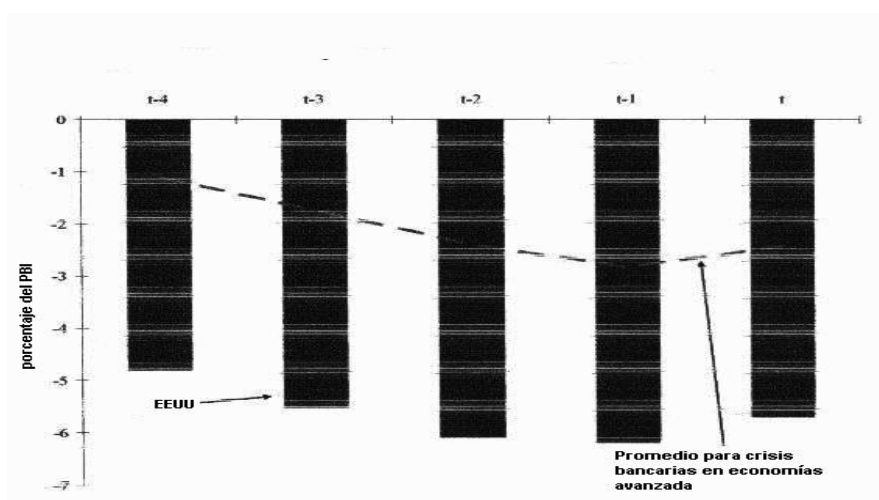
En la Figura 2 se presentan las tasas de crecimiento real de los índices de precios en el mercado accionario. (Para los Estados Unidos, el índice es el S&P 500; en Reinhart y Rogoff, 2008, se encuentran los listados completos para los otros mercados.)

De nuevo, la de los Estados Unidos parece el arquetipo de la crisis, sólo que peor. Los países de las “Cinco Grandes” crisis tendieron a experimentar caídas en los precios de las acciones más temprano que EEUU, quizá porque la Reserva Federal bombeó un extraordinario cúmulo de estímulos en la primera parte del episodio más reciente.

**Figura 2: Precios reales de las Acciones y Crisis Bancarias**



**Figura 3: Saldo de Cuenta Corriente/PBI en Vísperas de las Crisis Bancarias**



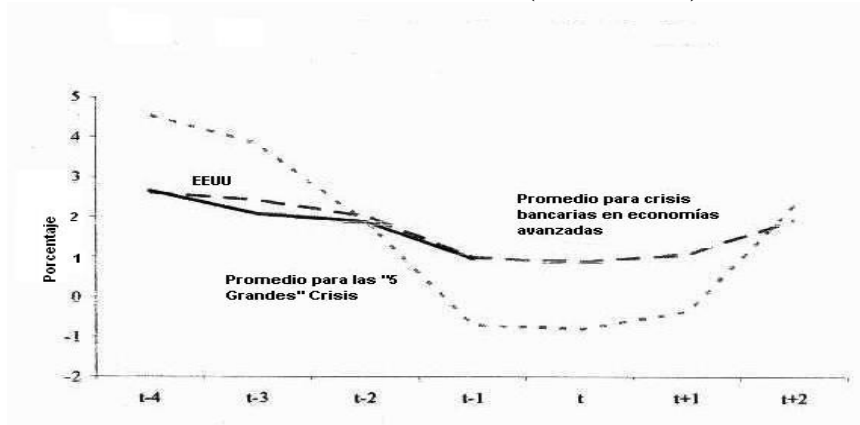
La Figura 3 presenta la cuenta corriente como porcentaje del PBI. De nuevo, los Estados Unidos se encuentran en una trayectoria típica, con entradas de capitales que se aceleran en las vísperas de la crisis.

Sin duda los déficits estadounidenses son más severos, llegando a más del 6% del PBI. Como ya se mencionó, existe una amplia y creciente literatura que intenta racionalizar por qué los Estados Unidos son capaces de mantener déficit de cuenta corriente – abultados y sostenidos en el tiempo – sin grandes riesgos de trauma. Está por verse si el caso de EEUU es tan diferente como lo sugiere esta literatura.

En la Figura 4 se ilustra el crecimiento real del PBI *per cápita* en la aceleración hacia la crisis de la deuda. La crisis del 2007 en Estados Unidos sigue la misma forma de V invertida que caracteriza los primeros episodios. El ritmo de crecimiento cae entrando en la crisis típica, y se mantiene bajo durante dos años más. Sin embargo, en los casos de las

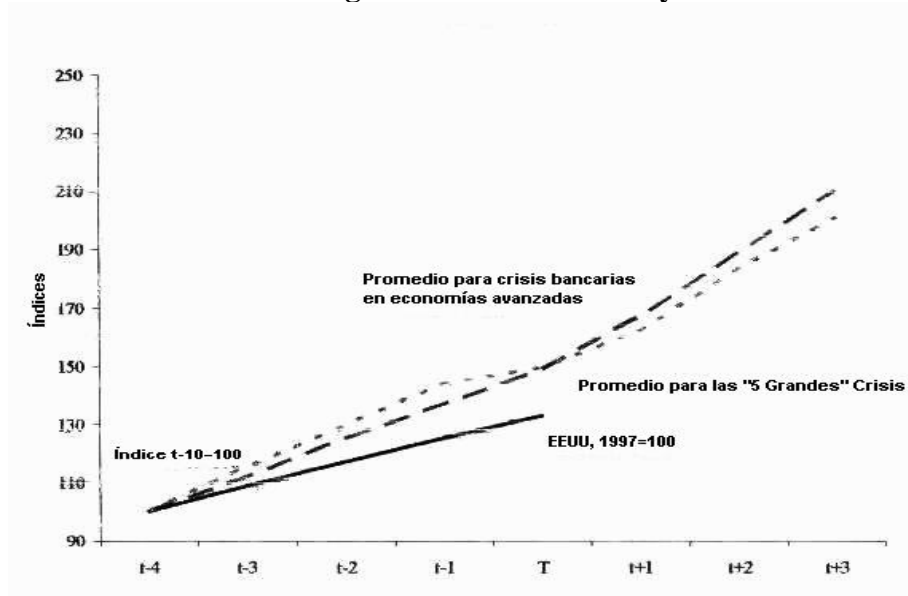
“Cinco Grandes” – más severos – el *shock* en el crecimiento es considerablemente más grande y más prolongado que para el promedio. Esto implica, por supuesto, que los impactos sobre el crecimiento son bastante menores en los casos más leves, si bien el de EEUU tiene tantas señales de problemas más grandes que no se puede estar tranquilo con este señalamiento.

**Figura 4: Crecimiento del PBI Real per Cápita y las Crisis Bancarias (Base PPA<sup>††</sup>)**



La Figura 5 presenta la deuda pública como porcentaje del PBI. La deuda pública creciente es casi un precursor universal de las otras crisis de posguerra, y lo que no es menos importante, de la crisis estadounidense de 1984. Se observa que el crecimiento de la deuda pública estadounidense es mucho más lento que la aceleración de la deuda pública en las "Cinco Grandes" crisis. No obstante, si se incorporara en las mediciones el enorme aumento de la deuda privada en EEUU, las comparaciones serían notoriamente menos favorables.

**Figura 5: Deuda Pública y Crisis Bancarias**



No necesariamente existe causalidad en las correlaciones de estos gráficos; no obstante, el análisis combinado de los mismos sugiere que si los Estados Unidos no pasaran

<sup>††</sup> Según la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), los tipos de cambio entre las monedas de dos países están en equilibrio cuando su poder adquisitivo es el mismo en cada uno de ellos. Esto significa que el tipo de cambio entre ambas monedas debería ser igual al cociente entre los niveles de precios de una canasta fija de bienes y servicios en ambos países. En inglés PPP (Purchasing Power Parity).

por una significativa y prolongada desaceleración del crecimiento, este país debería considerarse con mucha suerte o, incluso, más "especial" de lo que las teorías más optimistas sugieren. Sin duda, dada la severidad de la mayoría de los indicadores durante la aceleración de sus valores hacia la crisis financiera de 2007, EEUU debería considerarse bastante afortunado si su recesión termina siendo relativamente corta y leve.

#### IV. Conclusiones

Tolstoy inicia su clásica novela *Anna Karenina* con el famoso: "Cada familia feliz es parecida, pero cada familia infeliz es infeliz a su propia manera". Si bien cada crisis financiera es – sin duda – distinta, comparten llamativas similitudes: la aceleración de los precios de los activos, la acumulación de deuda, los patrones de crecimiento, y los déficit en cuenta corriente.

La liberalización financiera precedió a la mayoría de las crisis históricas, según se encuentra documentado en Kaminsky y Reinhart (1999). Si bien en el caso de los Estados Unidos no hubo una notoria liberalización *de jure*, ciertamente que hubo una liberalización *de facto*. Nuevas entidades financieras no reguladas –o levemente reguladas – han empezado a desempeñar un rol mucho más amplio en el sistema financiero, realzando sin duda la estabilidad contra algunos tipos de *shocks*, pero posiblemente, incrementando las vulnerabilidades contra otros. El progreso tecnológico avanzó recortando costos de transacción en los mercados financieros y ampliando el menú de instrumentos.

Quizá los Estados Unidos demuestren ser un tipo diferente de familia feliz. A pesar de las muchas similitudes superficiales con una crisis típica, puede que padezcan un desliz de crecimiento sólo comparable con los casos más leves. Quizá esta vez sea diferente, como muchos sostienen. No obstante, vale la pena hacer notar las similitudes con las aceleraciones de las crisis financieras anteriores, que tuvieron lugar en los países industrializados durante la posguerra. Por supuesto que, hoy en día, la inflación es menor en todo el mundo y está mejor anclada, y esto puede llegar a ser un importante factor de mitigación. Los Estados Unidos no sufren la limitación de un sistema de tipo de cambio fijo. Por otro lado, la aparente declinación de la productividad estadounidense y de los precios de las viviendas, no proporciona un entorno particularmente favorable para resistir una contracción del crédito.

Vale la pena mencionar otra similitud. Durante la década de 1970 el sistema bancario de EEUU actuó como intermediario entre los superávits de los exportadores de petróleo y los mercados emergentes demandantes de fondos, tanto de América Latina como de otras regiones. Si bien el reciclado de los petrodólares en esa década fue muy alabado, finalmente condujo a la crisis de la deuda de los años 1980, lo que a su vez generó una enorme tensión sobre los bancos de mercado de dinero<sup>††§§</sup>. Es cierto que esta vez un gran volumen de petrodólares está entrando en los Estados Unidos, pero muchos mercados emergentes están teniendo superávits de cuenta corriente, prestando en vez de endeudándose. De hecho, y a diferencia de lo que había ocurrido antes, una gran porción de dinero se recicló a una economía en desarrollo que existe fronteras adentro de los Estados Unidos. Más de un billón de dólares se canalizaron hacia el mercado de hipotecas *sub-prime*, el que está integrado por

---

<sup>††</sup> Los bancos de mercado de dinero (*money center banks* o *money market banks* como Citibank, J. P. Morgan, Bank of America) tienen presencia global y una fuerte participación en operaciones de banca mayorista; entre sus clientes se encuentran bancos minoristas y grandes corporaciones.

<sup>§§</sup> Véase la evaluación concisa de Rudi Dornbush respecto del reciclado de petrodólares en los capítulos 3 y 4 de Dornbush (1986).

los deudores más pobres y con las menores calificaciones crediticias dentro de Estados Unidos. El deudor es distinto, pero en muchos aspectos el mecanismo es el mismo.

Por último, señalamos que este ensayo se ha concentrado en los Estados Unidos, muchas de las similitudes se mantienen para otros países que han comenzado a experimentar presiones en los precios de las viviendas durante 2007, incluyendo España, el Reino Unido e Irlanda. Sin duda, como nos lo recuerda el Cuadro 1 del Apéndice respecto del pánico de 1907 y el *crash* de 1929, la dimensión global de la actual crisis no es nueva ni única para este episodio. Como lo ha demostrado la historia, también puede haber similitudes entre las familias infelices.

## REFERENCIAS

- Caprio, Gerard and Daniela Klingebiel, Luc Laeven and Guillermo Noguera. 2005.** “Banking Crisis Database.” In Patrick Honohan and Luc Laeven (eds.) *Systemic Financial Crises*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Dornbusch, Rudiger.** 1986. *Dollars, Debts, and Deficits*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart.** 1999. “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems.” *American Economic Review* Vol. 89: 473-500.
- Mullineux, Andrew. 1990. *Business Cycles and Financial Crises* (Hemel Hempstead).
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff.** *This Time is Different: Six Centuries of Financial Folly*. Forthcoming.
- Shiller, Robert.** 2005. *Irrational Exuberance* (Second Edition). Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Sutton, Gregory D.** 2002. “Explaining Changes in House Prices.” *BIS Quarterly Review*. (September): 46-55.

**APÉNDICE: Tabla 1**  
**Originadas en EEUU:**  
**Anteriores Crisis Bancarias Globales disparadas por EEUU; Países Afectados**

Economías Avanzadas		Países en Desarrollo
<i><b>El Pánico de 1907: Octubre, Estados Unidos</b></i>		
Dinamarca		México
Francia		
Italia		
Japón		
Suecia		
<i><b>El Crash de Wall Street de Octubre 1929 y la Gran Depresión</b></i>		
	1929	Brasil India México
	1930	
Francia		
Italia		
	1931	Argentina China
Bélgica		
Finlandia		
Alemania		
Grecia		
Portugal		
España		
Suecia		