

**PREMIO DE ECONOMÍA
REY JUAN CARLOS
INSTITUIDO POR LA FUNDACIÓN
JOSÉ CELMA PRIETO**

2018

**Discurso pronunciado
por D.^a Carmen M. Reinhart
en el acto de entrega**

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



Discurso de aceptación del Premio de Economía Rey Juan Carlos 2018

Majestad, señoras y señores:

Es un gran honor para mí recibir el Premio de Economía Rey Juan Carlos. Estoy muy agradecida con la Fundación José Celma Prieto y con los miembros del jurado que me seleccionaron para unirme a la lista de los distinguidos economistas que han recibido este premio en las tres décadas anteriores. También estoy feliz de ser la primera mujer en esa lista, y aún más feliz de esperar no ser la última. Las palabras no pueden describir lo que este premio, otorgado por su majestad, habría significado para mis padres, cubanos, y mis abuelos españoles si hubieran estado vivos. También deseo aprovechar esta oportunidad para mostrarle mi agradecimiento a mi esposo, Vincent Reinhart, que está aquí con nosotros. Ha sido mi coautor y asesor, y me ha ofrecido su apoyo durante, aproximadamente, cuatro décadas.

Una nota autobiográfica

Nací en Cuba, en la Habana. Mi nombre en aquel entonces era María del Carmen Castellanos. A la edad de diez años, el día de la Epifanía de 1966, mis padres y yo llegamos al aeropuerto de Miami con tres maletas. Nuestra vida en los Estados Unidos comenzó con muchas de las esperanzas, las dificultades y los desafíos que eran comunes a otros emigrados cubanos en esa era y a muchas oleadas de inmigrantes antes y después. Si bien dudó mucho de que lo pensara así en ese momento, una lección duradera que surgió de ese desplazamiento temprano fue que la educación, o el capital humano en general, es una de las pocas cosas que realmente uno puede considerar suya y llevar consigo.

Aunque era curiosa y me atraían los libros desde muy temprana edad, no era una estudiante particularmente diligente ni me gustaba asistir a la escuela cinco días a la semana. Cuando era adolescente, me habría reído de cualquier persona que hubiera sugerido que me convertiría en economista, y más aún de que tendría un interés duradero y apasionado en un tema como las crisis financieras. Al contrario que mi esposo, por ejemplo, quien probablemente decidió que quería ser economista a la edad de cinco años. Por supuesto, es posible que su elección se viera influida por el hecho de que el sacerdote que lo bautizó también era economista, así como su pariente.

En la universidad, sin embargo, mi interés por la economía se despertó y, como era de esperar, la intersección de economía y América Latina surgió como un área especialmente intrigante. Fui afortunada en la Universidad Internacional de Florida de tener como profesor y asesor a Peter Montiel (también cubanoamericano recién graduado del Instituto Tecnológico de Massachusetts). Su orientación fue fundamental para prepararme para la escuela de posgrado. Esa amistad sobrevive hasta el momento, y Peter y su esposa, Susan, son los padrinos de nuestro hijo William.

En los tiempos en que comencé mis estudios de posgrado en la Universidad de Columbia, en Nueva York, el Departamento de Economía era conocido por su elenco estelar de profesores. Los macroeconomistas y los economistas internacionales incluyeron a Guillermo Calvo, el economista nacido en Argentina que ganó el Premio Rey Juan Carlos en 2000. Ciertamente, no lo sospeché en ese momento, pero Guillermo se convertiría en mi mentor, un colega en dos instituciones diferentes, mi coautor en numerosos artículos y un querido amigo, ya más parecido a un familiar. Robert Mundell, premio nobel en 1999 por su trabajo sobre regímenes de tipo de cambio y áreas monetarias óptimas, más tarde se convertiría en mi asesor de tesis. En el transcurso de dos años y medio tomaría cursos de John Taylor, Philip Cagan, Edmund Phelps, Carlos Rodríguez, Ronald Findlay, Jagdish Bhagwati y Maurice Obstfeld. Menos loable, pero también memorable, fue el hecho de que llegara a la Universidad de Columbia durante una prolongada huelga de trabajadores sanitarios y

que no hubiera un solo lugar en los alrededores donde pudiera comprar café cubano o un cortadito. Después de crecer en el sur de la Florida en un ambiente muy latinoamericano, mi primer año en Columbia fue casi como una segunda experiencia de inmigración.

El verano de 1981 supuso un cambio de vida (literalmente): me casé con mi compañero de clase, el ya mencionado Vincent Reinhart. A pesar de que no había terminado mi tesis doctoral (más exactamente, no la había empezado), me convencí de que podría trabajar en Wall Street y completar mi tesis al mismo tiempo. Pasarían más de cuatro años sin que escribiera un solo párrafo para la disertación. Sin embargo, señalaré enfáticamente que la experiencia en el sector financiero me proporcionaría una fuente de ideas para la investigación hasta el día de hoy. También observaría que mi profunda desconfianza hacia los mercados financieros y su naturaleza inconstante, que solo ha empeorado con el tiempo, se remonta a ese período.

Wall Street, la crisis de los ochenta y los precios de los productos primarios

Comencé en mi primer trabajo como economista profesional en marzo de 1982, en la ahora desaparecida empresa de Wall Street Bear Stearns. Dado que hay una brecha de más de veinte años entre mi salida de esa empresa y su última quiebra, en marzo de 2008, creo que podemos concluir de manera verosímil que no hay evidencia empírica que sugiera que los dos eventos están relacionados.

En el momento de mi debut profesional, los Estados Unidos experimentaban una desinflación y una grave recesión, en gran parte debido a un abrupto endurecimiento en la política de la Reserva Federal. El histórico aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos, junto con un colapso en los precios mundiales de los productos primarios, provocó una ola de crisis en los países emergentes endeudados. El impago soberano de México, en agosto de 1982, derrocó la primera ficha del dominó. Los principales bancos estadounidenses se encontraban en mal estado, ya que los préstamos a las economías latinoamericanas y otros mercados emergentes a fines de los años setenta y principios de los ochenta eran sustanciales. En el modo típico de *This time is different*, el aumento en los préstamos bancarios había sido alimentado por las expectativas de que el auge de los precios de materia prima que siguió a los choques de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de la década de los setenta duraría para siempre.

Preocupado por la fragilidad del sistema financiero de los Estados Unidos, Paul Volcker, el legendario presidente de la FED, respondió reduciendo drásticamente las tasas de interés en el verano de 1982. La recesión de los Estados Unidos terminó más tarde ese año y fue seguida por una recuperación espectacular; otras economías avanzadas también se restablecieron. A diferencia de otras recuperaciones de los Estados Unidos, los precios mundiales de los productos primarios no mejoraron, lo que fue una mala noticia para prácticamente toda América Latina y para otros productores en otros lugares. Este desacoplamiento entre el motor global del crecimiento (entonces, principalmente, los Estados Unidos) y los precios mundiales de productos primarios (que se mantendrían deprimidos hasta fines de los años ochenta, en una de las caídas más largas desde mediados del siglo XVIII¹) fue un enigma que me produjo interés y se convertiría en un tema central de mi tesis doctoral.

Después de más de cuatro años en la industria financiera, estaba lista para regresar a la academia y terminar el doctorado. Robert Mundell, que estaba muy interesado en los mercados mundiales de primarios y su rol en la transmisión internacional de *shocks*, fue

1 Véase Reinhart, Reinhart y Trebesch (2016 y 2018).

mi asesor y completé la tesis en, aproximadamente, nueve meses. En ella postulé que la debilidad duradera en los precios de las materias primas se debía en parte a un importante desarrollo por el lado de la oferta (que en aquel momento fue ignorada en gran medida). Habiendo perdido el acceso a los mercados internacionales de capital, los productores de materias primas, en extrema necesidad de divisas, buscaron expandir las exportaciones. Sus esfuerzos descoordinados (pero, sin embargo, sincrónicos) profundizaron y prolongaron la debilidad en los precios de los productos primarios².

En lo que sigue esbozaré el progreso de mi investigación académica. Gran parte de ese trabajo ha sido motivado por el drama de la vida real, que involucra crisis bancarias y cambiarias, inflación, incumplimientos soberanos, reversiones de flujos de capital, colapsos del mercado de valores y otros desastres económicos. Si bien no es tan emocionante como *El Ministerio del Tiempo*, espero que al menos los mantenga despiertos. Me enfoco en áreas de estudio recurrentes, en lugar de en una descripción completa de todos los temas en los que he trabajado durante mi carrera. Soy explícita en la línea de tiempo y la secuencia de trabajo. Las fechas son informativas, ya que los resultados de la investigación se han entrelazado a menudo con el desarrollo de eventos económicos «en tiempo real».

Me uní al Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional en 1988, y mi primer trabajo de investigación importante sobre vulnerabilidades financieras se remonta a ese período. El documento, escrito en 1992, después de que la reestructuración de la deuda del Plan Brady reabriera el mercado internacional de capital a muchos mercados emergentes, marcó el inicio de un esfuerzo de colaboración de varios años con Guillermo Calvo (quien fue *senior advisor* en el Fondo) y Leonardo Leiderman (quien fue *visiting scholar*). El trabajo buscó ayudar a explicar los auges y las caídas en los flujos internacionales de capital, la acumulación de reservas y el tipo de cambio real. Nuestra hipótesis de trabajo era que estos ciclos externos tendían a ser sincrónicos entre los mercados emergentes y que los factores globales comunes eran una fuerza impulsora importante. El enfoque inicial fue principalmente en América Latina, aunque el análisis también se extendió posteriormente a Asia emergente. Nuestros resultados empíricos nos llevaron a observar lo que cito a continuación:

«Se discuten las características de los recientes flujos de capital a América Latina. Se argumenta que estas entradas se explican en parte por condiciones fuera de la región, como la recesión en los Estados Unidos y las tasas de interés internacionales más bajas. La importancia de los factores externos sugiere que una reversión de esas condiciones puede conducir a una futura salida de capital, lo que aumenta la vulnerabilidad de las economías latinoamericanas.»

Calvo, Leiderman y Reinhart (1992 y 1993)

Además:

«Si bien estas economías se han vuelto más resistentes en varias áreas importantes durante la última década, existen otras áreas en las que su vulnerabilidad ha aumentado. Como muestran los índices de endeudamiento clave, el endeudamiento externo e interno se mantiene en niveles muy superiores a los de la década de 1970... El sistema bancario también sigue siendo vulnerable a un retiro repentino

2 Véanse Reinhart (1991) y una revisión posterior que incorporó los efectos del colapso soviético sobre los precios de los productos básicos, Borensztein y Reinhart (1994).

de depósitos..., mientras que el renovado optimismo sobre la reintegración de América Latina en los mercados de capital mundiales es justificado, algunos de los hechos estilizados e indicadores económicos de estos países sugieren que el optimismo debe ser atenuado por la precaución.»

Calvo, Leiderman y Reinhart (1992 y 1994)

Algunas observaciones sobre el momento, el contexto y el impacto de estos y otros artículos relacionados están en orden: i) la crisis mexicana repuntó a principios de 1994 y, finalmente, estalló en diciembre de ese año, extendiéndose a través de América Latina, especialmente de Argentina y Brasil; ii) los flujos netos de capital privado hacia América Latina pasaron de un máximo de alrededor de 35.000 millones de dólares americanos en 1992 a menos de 10.000 millones en 1995; iii) no es sorprendente que este trabajo se discutiera (con retraso) en la prensa popular por proporcionar una advertencia temprana de que las entradas de capital a menudo terminan muy mal³; iv) al frente de la investigación académica, nuestros artículos generaron una literatura sobre los flujos de capital y los *push versus pull factors*; esa literatura continúa floreciendo y es motivo de controversia hasta el día de hoy⁴, y v) lo más importante, quizás, es el hecho de que han pasado más de 25 años desde que publicamos el documento y tenemos un fenómeno similar que se está desarrollando ahora mismo en los mercados emergentes. Además, algunas de las razones son las mismas que destacamos en aquel entonces (el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos y un dólar fuerte que aumenta la carga de la deuda denominada en dólares).

Mi interés en la gestión política también estaba creciendo en ese momento. En varios artículos (principalmente con Vincent Reinhart), comencé a analizar las respuestas de las políticas macroeconómicas y financieras para hacer frente al ciclo de auge y caída de los flujos internacionales de capital⁵. A medida que me involucraba cada vez más en la investigación académica, hice la transición a la academia. En 1996 me mudé a la Universidad de Maryland, donde dividiría mi tiempo entre la Escuela de Política Pública y el Departamento de Economía.

Academia, «crisis gemelas» (*twin crises*) y los episodios asiáticos y rusos

Hacia el final de mi período en el Fondo Monetario Internacional, comencé mi colaboración con Graciela Kaminsky (en ese momento en la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal). Ese trabajo tenía tres objetivos principales: explorar los vínculos entre las crisis cambiarias y las crisis bancarias (definimos y acuñamos el término «crisis gemelas»); detectar y cuantificar los síntomas recurrentes de las crisis financieras (lo que facilitaría el desarrollo de un marco de alerta temprana, no muy diferente del de la literatura sobre los indicadores del ciclo económico)⁶, y entender los canales de contagio internacional. También examinamos la conexión entre las crisis bancarias y la liberalización financiera, ya que, en la era posterior a la liberalización, los episodios gemelos se hacían más frecuentes.

Este cuerpo de investigación a veces se ha descrito, incorrectamente, en algunas de las discusiones académicas y populares caracterizándose como si fuese sobre «crisis de mercados emergentes». En efecto, más de una cuarta parte de la muestra en nuestro es-

3 Véase también Calvo (2000); sobre la conexión sistemática entre las bonanzas de flujo de capital y las crisis actuales y bancarias, véase Reinhart y Reinhart (2009).

4 Véanse, por ejemplo, el influyente documento de Helene Rey (2015) sobre el ciclo financiero mundial y la Conferencia de Investigación Anual de 2017 del FMI, dedicada al tema.

5 Véanse Reinhart y Reinhart (1998), y las fuentes citadas en el mismo.

6 Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1997 y 1998).

tudio estaba formada por economías avanzadas (incluso una lectura superficial de la introducción establece este hecho). Dio la casualidad de que, en la era posterior a la Segunda Guerra Mundial, hasta 2008, las graves crisis financieras en las economías avanzadas eran una rareza. En cualquier caso, la crisis más leve, en Dinamarca, y las graves, en Finlandia, Noruega, España (finales de los años setenta) y Suecia, son parte integral de nuestro análisis de crisis gemelas. Como el documento se escribió a fines de 1995, la crisis japonesa todavía estaba (como sabemos ahora) en sus primeras etapas. En consecuencia, Japón fue la única crisis sistémica de las economías avanzadas de la posguerra no cubierta en esos trabajos. Para resumir, cito:

«Este artículo analiza los vínculos entre las crisis bancarias y las crisis cambiarias. Encontramos que los problemas en el sector bancario suelen preceder a una crisis cambiaria: la crisis cambiaria profundiza la crisis bancaria, activando una espiral viciosa; la liberalización financiera suele preceder a las crisis bancarias. La anatomía de estos episodios sugiere que las crisis ocurren cuando la economía entra en una recesión, luego de un auge prolongado en la actividad económica que fue alimentada por el crédito, las entradas de capital y acompañada por una moneda sobrevaluada.»

Kaminsky y Reinhart (1996 y 1999)⁷

La versión del documento de trabajo circuló a principios de 1996, y la crisis asiática de 1997, que produjo cinco nuevos episodios de crisis gemelas, en Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia, destacó la relevancia actual del fenómeno. El editor a cargo de nuestro artículo en la *American Economic Review*, donde el manuscrito estaba bajo revisión, solicitó que incluyéramos las crisis asiáticas como parte de nuestro análisis. Islandia y Ucrania son adiciones posteriores (2007-2009) a la lista de crisis gemelas. Si no fuera por la moneda común, se puede especular que los países en crisis de la periferia de la zona euro habrían proporcionado varios estudios de casos adicionales.

En cuanto a los síntomas recurrentes en vísperas de crisis financieras severas (como se describió anteriormente), la mayoría de las crisis financieras de 2007-2009 en las economías avanzadas encajan bastante bien con el patrón que describimos Graciela y yo. La sobrevaluación de la moneda y la pérdida de competitividad es una característica previa a las crisis de Grecia, Irlanda, Portugal y España (como se evidencia en los déficits de cuenta corriente récord). El auge crediticio, las grandes entradas de capital, el endeudamiento privado creciente y las burbujas de los precios de los activos se destacaron en las crisis bancarias de 2007-2009 en las economías ricas, al igual que en episodios anteriores. (Ken Rogoff y yo exploramos este problema a lo largo del tiempo y la geografía en nuestro libro y otros estudios. Hablaré sobre esto más adelante.)

Tomando en conjunto estos hallazgos y el hecho de que el campo de las finanzas estaba produciendo regularmente estudios teóricos y empíricos sobre crisis bancarias y de deuda antes de 2007, ha sido desconcertante ver discusiones prominentes en la prensa económica desde la crisis financiera mundial de que «la macroeconomía se perdió la crisis». Las crisis financieras han estado vivas durante décadas en la literatura financiera internacional. Por ejemplo, la reversión de los flujos de capital privado que afectaron a la periferia de Europa en 2008-2009 ofrece otro ejemplo del fenómeno de *sudden stop*, acuñado por Guillermo Calvo (1998) y discutido en Calvo y Reinhart (2000). La síntesis de Carlos Díaz

⁷ Véase también Kaminsky y Reinhart (1998).

Alejandro (economista cubanoamericano que influye de manera importante en mi trabajo de investigación) de la crisis chilena de principios de la década de los ochenta ofrece claros paralelos con las crisis de Islandia, Irlanda y España en 2007-2009. Díaz Alejandro presenta una historia de una bomba de tiempo en forma de pasivos contingentes. El caso de un país donde las finanzas públicas eran sólidas y la deuda del Gobierno era baja en vísperas de la crisis, pero donde el sector bancario había tomado muchos préstamos del exterior para prestar, de manera imprudente, a escala nacional. Las deudas privadas antes de la crisis se convirtieron luego en deudas públicas. El diagnóstico más preciso de la profesión económica habría sido la forma en que la «macroeconomía de economía cerrada» había logrado separarse del estudio de crisis en la era de la «Gran Moderación».

En cuanto al contagio financiero, Graciela y yo (2000) examinamos el papel de los préstamos bancarios internacionales, el potencial de cobertura de mercados cruzados en los mercados más líquidos y el comercio internacional bilateral y de terceros en la propagación de crisis. La crisis rusa y el posterior contagio de gran alcance proporcionaron un evento de estudio y una motivación adicionales. Nuestra principal conclusión sobre los vínculos por los cuales se transmiten las crisis a través de las fronteras nacionales hace más hincapié en las finanzas que en el comercio internacional (el comercio se consideraba el principal culpable en ese momento). También hicimos hincapié en que los vínculos financieros no tienen que ser bilaterales para que se produzca el contagio. Los acreedores comunes de terceros (ya sean bancos comerciales, fondos mutuos, fondos de cobertura, etc.) son un canal recurrente para la transmisión internacional de disturbios.

Regímenes cambiarios,
deuda y el Fondo
Monetario Internacional:
2000-2003

Guillermo Calvo y yo continuábamos con nuestra colaboración, pero, a fines de la década de los noventa, nuestra investigación se centró en temas de políticas cambiarias. Una pregunta recurrente después de la crisis asiática fue: ¿cómo puede un país con un tipo de cambio flotante administrado (por no hablar de una flotación libre) tener un ataque especulativo clásico (con las pérdidas de reservas asociadas) y terminar con un colapso en el tipo de cambio? Según las políticas autodeclaradas antes de la crisis asiática, Indonesia tenía una banda de rastreo, Corea y Malasia poseían un tipo de cambio flotante administrado, y Filipinas estaba clasificada como un régimen de libre flotación (igual que los Estados Unidos o Australia). Solo Tailandia tenía un tipo de cambio oficialmente fijo. Todos sufrieron una importante crisis cambiaria en 1997-1998. Sospechamos que debíamos mirar más allá de las declaraciones oficiales. Cito:

«Muchos países de mercados emergentes han sufrido crisis financieras. Una opinión culpa a los tipos de cambios semifijos (*soft pegs*) de estas crisis. Los partidarios de esta visión sugieren que los países se mueven hacia los extremos arreglos cambiarios: tipos de cambio fijos (*hard pegs*) o tipos de cambio libremente flotantes. Analizamos el comportamiento de los tipos de cambio, las reservas y las tasas de interés para evaluar si existe evidencia de que la práctica de los países se está moviendo hacia soluciones de extremos (*corner solutions*). Nos centramos en si los países que dicen estar flotando lo están haciendo. Encontramos que los países que dicen que permiten que su tipo de cambio flote en su mayoría no lo hacen; parece que hay un caso epidémico de “miedo a flotar” (*fear of floating*).»

Calvo y Reinhart (2000)

En pocas palabras, la evidencia empírica reveló que, de manera rutinaria, las autoridades de muchos países han dado una mala representación a sus políticas de tipo de cambio *de facto*. También examinamos las razones que hay detrás del miedo a flotar.

El concepto de miedo a flotar demostró ser evocador en todas las regiones y en el tiempo, y, al igual que el predecesor de crisis gemelas, pasó a ser de uso popular⁸. Por ejemplo, el artículo de *The Economist* (12 de julio de 2003) titulado «Miedo a flotar», que enfatizó que algunas economías asiáticas hicieron todo lo posible para evitar una apreciación de la moneda, no menciona nuestro trabajo ni nuestros nombres.

En esta coyuntura, Ken Rogoff y yo comenzamos nuestra colaboración de investigación (ahora de casi dos décadas). Cuando Ken aceptó el cargo de economista jefe del Fondo Monetario Internacional en 2001, me ofreció el puesto de asesora principal y directora adjunta del Departamento de Investigación. Tomé una licencia de dos años en la universidad y regresé al Fondo. Los primeros dos artículos que escribimos mientras estábamos en el Fondo nos motivaron a continuar con el proyecto histórico más ambicioso, que se convirtió en *This time is different*.

El primero de estos proyectos estaba relacionado con el *fear of floating* y se beneficiaba de los recursos bibliotecarios del Fondo Monetario Internacional, incluidas las extensas historias de la institución. Desarrollamos un novedoso sistema de reclasificación de regímenes históricos de tipo de cambio. Una diferencia clave entre nuestro estudio y las clasificaciones anteriores fue que utilizamos datos mensuales sobre los tipos de cambio paralelos determinados por el mercado que se remontan a 1946 para más de 150 países. Nuestro enfoque, *de facto*, difería tanto de la clasificación oficial del Fondo Monetario Internacional (*de iure*) como de los intentos anteriores de reclasificación histórica. Al igual que los países que se autodeclaraban como flotadores a menudo no flotaban (miedo a flotar), encontramos que los regímenes de tipos de cambio oficiales fijados a menudo carecían de una vinculación significativa. Los mercados paralelos (legales o de otro tipo) brindaron diversos grados de «flexibilidad de tipo de cambio de puerta trasera». De hecho, presentamos evidencia que sugiere que la ruptura de Bretton Woods tuvo menos impacto en los regímenes de tipo de cambio de lo que se cree popularmente.

Un incidente gratificante relacionado con este trabajo fue la carta altamente complementaria que recibí de la historiadora retirada del Fondo Monetario Internacional, la fabulosa Margaret de Vries, a quien admiré mucho. Esta línea de investigación es parte de nuestras «bases de datos en vivo», ya que la clasificación de Reinhart y Rogoff (2004) ha sido revisada, ampliada y actualizada en un artículo reciente, junto con Ethan Ilzetzki (London School of Economics)⁹.

En esas fechas también había comenzado a ampliar el alcance de mi trabajo sobre crisis para incluir crisis de deuda externa soberana en el análisis¹⁰. El segundo estudio de Reinhart y Rogoff con una inclinación histórica fue en colaboración con Miguel Savastano, del Fondo Monetario Internacional. Dice así:

«Este documento introduce el concepto de “intolerancia a la deuda” (*debt intolerance*), que se manifiesta en la presión extrema que muchas economías de mercados emergentes experimentan a niveles de endeudamiento que parecen manejables según los estándares de los países avanzados. El documento sostiene que los umbrales “seguros” de deuda externa a producto interior bruto para los países

8 Por ejemplo, en 2004, Essential Science Indicators (ESI) (Web of Science) seleccionó el documento como un documento *fast breaking* en economía y negocios.

9 Véase Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2017).

10 Véase Reinhart (2002).

intolerantes a la deuda dependen de la historia de incumplimiento y de inflación del país y pueden ser tan bajos como el 15 % en algunos casos. La intolerancia a la deuda está vinculada al fenómeno del incumplimiento de serie (*serial default*) que ha plagado a muchos países en los últimos dos siglos. Comprender y medir la intolerancia a la deuda es fundamental para evaluar los problemas de la sostenibilidad de la deuda, la reestructuración de la deuda, la integración del mercado de capitales y el alcance de los préstamos internacionales para mejorar las crisis. El documento da un primer paso para cuantificar la intolerancia a la deuda, incluida la delimitación de los “clubes” de los deudores y las regiones de vulnerabilidad, basadas en un historial de eventos crediticios para un gran número de países que se remontan a la década de 1820.»

Reinhart, Rogoff y Savastano (2003)

También acuñamos y cuantificamos el concepto de *serial default* para aquellos soberanos que tuvieron dos o más eventos de crédito. En este proyecto comenzamos a documentar los incumplimientos recurrentes y los eventos crediticios de las economías avanzadas en una época anterior, destacando que las diferencias con los mercados emergentes suelen ser exageradas. Este tema reaparece en nuestro trabajo posterior sobre las crisis bancarias. Cuando dejamos el Fondo Monetario Internacional en 2003, Ken y yo ya habíamos decidido el título y el tema de este libro.

Algunas reflexiones sobre la calma antes de la tormenta: 2004-2006

La última de las crisis notables de mercados emergentes fue el impago récord de Argentina (que luego fue superado por Grecia) a fines de 2001 y la réplica de esa crisis en Uruguay, que reestructuró su deuda externa en 2003. En los siguientes tres años, los precios mundiales de los productos primarios se dispararon, al igual que el crecimiento en China, que se aceleró a dos dígitos, y las tasas de interés internacionales se mantuvieron relativamente bajas y estables. Los países emergentes (y también los más pobres) fueron despalancados (especialmente reduciendo el endeudamiento externo), amasaron reservas de divisas y, en muchos casos, generaron excedentes de cuenta corriente (lo que es relativamente raro en América Latina). La proporción de los países más pobres en el mundo en mora disminuyó. La tormenta en las economías avanzadas se estaba gestando, pero aún no había estallado.

Durante la calma, el nuevo trabajo académico sobre las crisis financieras se estancó, ya que no hubo nuevas crisis que acapararan los titulares. Debido a las preocupaciones sobre la redundancia, el Fondo Monetario Internacional redujo su tamaño de manera agresiva. Por un breve espacio de tiempo, las crisis fueron consideradas una cosa del pasado. Sin embargo, haber trabajado en la industria financiera a una edad temprana y compartir la opinión de Kindelberger de que «las crisis financieras son una perenne resistente» me convencieron de que esa calma era un buen momento para continuar con mi trabajo sobre las crisis¹¹.

Me tomé un tiempo sabático en esa época. El período tranquilo de 2006 a la primavera de 2007 fue muy productivo para investigar sobre el libro con Rogoff. Pero, antes del libro, estaban los artículos; antes de los artículos, había montones interminables de tablas y cuadros. Y antes de eso, transcurrió un período sustancial de aislamiento, tratando de ordenar, organizar e interpretar gran parte de los datos que respaldan el análisis. Mi hijo comenzó a llamarme «ermitaña» durante ese tiempo. Por supuesto, a excepción de las comodidades modernas, es posible que haya desarrollado cierta comprensión de la vida del monasterio medieval.

¹¹ Kindelberger (1977).

En el verano de 2007, Bear Stearns comienza su rápida caída hacia la bancarrota y el período de tranquilidad en los mercados financieros globales ha terminado. Para entonces, varios de los indicadores macroeconómicos destacados en el trabajo con Kaminsky mostraban los excesos que caracterizan típicamente el período previo a una grave crisis bancaria. Más tarde, en 2007, en nuestro primer artículo de una serie, Ken y yo comparamos la evolución de la situación de los Estados Unidos con los antecedentes de los problemas bancarios de las economías avanzadas de la posguerra (tanto leves como graves), y concluimos:

«Tolstoy comienza su famosa novela clásica *Anna Karenina* con “Cada familia feliz es igual, pero cada familia infeliz es infeliz a su manera”. Si bien cada crisis financiera sin duda es distinta, también comparten similitudes sorprendentes, en fuerte aumento en los precios de activos, en acumulación de deuda, en patrones de crecimiento y en déficit de cuenta corriente. (...)»

(...) Las correlaciones en estos gráficos no son necesariamente causales, pero en combinación sugieren que si Estados Unidos no experimenta una desaceleración del crecimiento significativa y prolongada, debería considerarse muy afortunado o incluso más “especial” de lo que sugieren las teorías más optimistas. De hecho, dada la gravedad de la mayoría de los indicadores de crisis en el período previo a su crisis financiera de 2007, Estados Unidos debería considerarse bastante afortunado si su recesión termina siendo relativamente breve y moderada.

Finalmente, observamos que, aunque este documento se ha concentrado en los Estados Unidos, muchos de los mismos paralelos se mantienen para otros países que comenzaron a sufrir coacción en los precios de la vivienda durante el 2007, incluidos España, el Reino Unido e Irlanda. También puede haber similitudes entre familias infelices.»

Reinhart y Rogoff (2008a)

El documento, tal como se presentó en las reuniones de la Asociación Económica Americana celebradas en enero de 2008, llamó la atención de los responsables de la formulación de políticas, como supimos recientemente, tras la publicación de las transcripciones de las reuniones de 2009 del Comité Federal de Mercado Abierto. Ese año, algunos resultados se incluyeron en una presentación del personal de la FED, en enero, y posteriormente hicieron referencias el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, y el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Tim Geithner. La conclusión del artículo también atrajo de inmediato la atención de los medios de comunicación, así como de los participantes de los mercados financieros. Y esta fue superada por los acontecimientos, ya que, en marzo de 2008, Bear Stearns terminó por fracasar. La crisis *subprime* de los Estados Unidos estaba en marcha.

En el otoño de 2008, la crisis se había vuelto global y había alcanzado una etapa de pánico. Las condiciones económicas se habían deteriorado notablemente, y la incidencia mundial de crisis bancarias y cambiarias y colapsos en los precios de las acciones alcanzó niveles no vistos desde la década de los treinta y la Segunda Guerra Mundial¹². Nuestro último artículo de 2008 (así como un capítulo del libro) sobre las crisis bancarias destaca:

¹² Reinhart y Rogoff (2009b).

«Las crisis bancarias debilitan dramáticamente las posiciones fiscales, invariablemente los ingresos del Gobierno se contraen y los gastos fiscales a menudo aumentan considerablemente. Tres años después de una crisis financiera, la deuda del Gobierno central aumenta, en promedio, en alrededor del 86 %. Por lo tanto, la carga fiscal de la crisis bancaria se extiende mucho más allá del costo comúnmente citado de los rescates.

Una alta incidencia de crisis bancarias globales se ha asociado históricamente con una alta incidencia de incumplimientos soberanos de deuda externa.»

Reinhart y Rogoff (2008b)¹³

Si bien el deterioro fiscal estaba en marcha en 2009, los desafíos a la solvencia en Grecia, Islandia, Irlanda y Portugal aún no se habían manifestado completamente y no llegarían a un punto crítico (a pesar de los programas del Fondo Monetario Internacional de tamaño récord) hasta 2010.

En el otoño de 2008, antes de las reuniones de la Asociación Económica Americana de 2009, también elaboramos nuestro análisis de las secuelas de las crisis. El mensaje principal fue que las recesiones que siguieron a severas crisis financieras fueron más profundas y más prolongadas que el típico ciclo económico posterior a la Segunda Guerra Mundial en las economías avanzadas. De hecho, esas recesiones no eran los puntos de referencia correctos para la comparación. Cito:

«Este documento examina la profundidad y la duración de la depresión que invariablemente sigue a las crisis financieras severas, que tienden a ser asuntos prolongados. Encontramos que los colapsos del mercado de activos son profundos y prolongados. Desde el punto de vista máximo, los precios reales de la vivienda disminuyeron un promedio del 35 % durante seis años, mientras que los precios de las acciones colapsaron un promedio del 55 % durante una desaceleración de aproximadamente tres años y medio. No es sorprendente que las crisis bancarias estén asociadas con profundas disminuciones en la producción y el empleo. La tasa de desempleo aumenta un promedio de siete puntos porcentuales durante la fase descendente del ciclo, que dura en promedio durante cuatro años. La producción cae un promedio de más del 9 %, aunque la duración de la desaceleración es considerablemente más corta que para el desempleo. El valor real de la deuda del Gobierno tiende a explotar, aumentando un promedio del 86 % en los episodios principales posteriores a la Segunda Guerra Mundial. La causa principal de las explosiones de deuda generalmente no son los costos ampliamente citados de rescatar y recapitalizar el sistema bancario. El colapso de los ingresos fiscales a raíz de contracciones económicas profundas y prolongadas es un factor crítico para explicar los grandes déficits presupuestarios y los aumentos de deuda que siguen a la crisis. Es probable que nuestras estimaciones del aumento de la deuda del Gobierno sean conservadoras, ya que estas no incluyen aumentos en las garantías del Gobierno, que también se expanden enérgicamente durante estos episodios.»

Reinhart y Rogoff (2009a y 2009b)

13 Este último punto se investigó posteriormente con bastante profundidad en Reinhart y Rogoff (2011).

Incluso más que sus predecesores, este documento recibió una amplia atención de los medios de comunicación, los participantes de los mercados financieros y, hasta ahora, el público en general en los Estados Unidos y en otros lugares¹⁴. Sin embargo, a pesar del hecho de que los patrones posteriores a la crisis que describimos estaban haciendo un seguimiento bastante cercano del desempeño económico real, este mensaje aleccionador no fue bien recibido en muchos círculos políticos. El argumento contrapuesto, generalmente enfatizado por los formuladores de políticas, fue que las políticas anticíclicas rápidas y audaces adoptadas producirían una recuperación más veloz y robusta que la norma histórica posterior a la crisis que había sido moldeada por errores políticos pasados. ¡Esta vez iba a ser distinto! A excepción de Alemania, que no había experimentado un auge en los precios de la vivienda o un *boom* del crédito y la deuda antes de la crisis, las recuperaciones fueron más lentas, más débiles y más vacilantes que la norma de la posguerra.

La fase de pánico y las correcciones inmediatas del mercado, eventualmente, dieron lugar a preocupaciones sobre las consecuencias a medio y largo plazo de las crisis. La conocida conferencia anual de Jackson Hole de 2010 del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, titulada «Desafíos macroeconómicos: La década por delante», fue un ejemplo del tono de las discusiones en ese momento. Invitados a contribuir en este simposio, Vincent Reinhart y yo presentamos una visión más amplia de las secuelas. A continuación se reproduce una sinopsis de nuestros hallazgos:

«El enfoque no está en los antecedentes inmediatos y las consecuencias de estos eventos, sino en horizontes más largos que comparan décadas en lugar de años. Si bien hay evidencia de décadas perdidas, como en la depresión de los años treinta, los ochenta para América Latina y los noventa para el Japón no es ubicuo, el crecimiento del producto interior bruto y los precios de la vivienda son significativamente más bajos y el desempleo más alto en el período de diez años después de una crisis en comparación con la década en que lo precedió. La inflación es más baja después de 1929 y en los episodios posteriores a la crisis financiera, pero notablemente más alta después del *shock* petrolero. Presentamos evidencia de que la década de prosperidad relativa anterior a la caída durante la crisis fue impulsada de manera importante por una expansión en el crédito y un aumento en el apalancamiento que abarca aproximadamente diez años. A esto le sigue un largo período de desendeudamiento que, en la mayoría de los casos, solo comienza después de la crisis y dura casi tanto como el aumento de crédito.»

Reinhart y Reinhart (2010)

En 2010, este mensaje fue presentado a menudo como pesimista en exceso. Sin embargo, la realidad de la década posterior a la crisis fue una de recurrentes revisiones a la baja del crecimiento potencial del producto interior bruto por parte del Fondo Monetario Internacional, los principales bancos centrales y muchas otras instituciones políticas en los Estados Unidos y Europa.

Adoptando una perspectiva aún más larga, y enfocándonos en recuperaciones de cien crisis bancarias severas desde la década de los cincuenta del siglo XIX, Ken Rogoff y yo encontramos que la cantidad promedio de años para volver al nivel de producto interior bruto per cápita anterior a la crisis (esto es una definición muy minimalista de lo que sig-

¹⁴ Al igual que «Fear of Floating», media década antes, «Essential paper IndicatorsSM» de Thomson Reuters lo seleccionó como un «Fast-Moving Front» en el área de investigación de Economía y Negocios.

nifica «recuperarse»)¹⁵ es de unos siete años para las economías más ricas. Para las economías de los Estados Unidos y Europa que tuvieron crisis en 2007-2009 (incluyendo, por supuesto, a España), ha tomado casi diez años en promedio volver al nivel del producto interior bruto per cápita registrado en 2007 (justo antes de la crisis).

Si los pronósticos del Fondo Monetario Internacional (que tienden a errar en el lado optimista) se utilizan en el cálculo, Grecia e Italia no volverán a su nivel de producto interior bruto per cápita anterior a la crisis hasta después de 2023 (que es el horizonte de pronóstico más largo en los informes del Fondo Monetario Internacional). Esas crisis aún no han terminado.

Pensamientos finales y riesgos actuales

Si las crisis en Grecia e Italia no han terminado, mi percepción durante el año pasado fue que los síntomas de una nueva ola de turbulencias se han manifestado en muchas economías emergentes y países en desarrollo. Las consecuencias globales no deben ser subestimadas, ya que este grupo de países ahora representan casi dos tercios del producto interior bruto mundial (casi el doble de su peso en la década de los setenta). En efecto, su vibrante crecimiento, liderado por China, durante los años inmediatamente posteriores a la crisis financiera de 2007-2009 fue una fuerza estabilizadora importante para la economía mundial.

La historia ofrece muchas más lecciones para aquellos que deseen cavar para encontrarlas. Tengo proyectos en curso con Vincent Reinhart y Christoph Trebesch sobre flujos de capital y precios de productos básicos, y también sobre el nuevo rol de China como prestamista internacional, y con Christoph y Josephine Meyer sobre incumplimientos soberanos. Ambos períodos de muestra comienzan al final de la guerra napoleónica, y el último involucra más de 200.000 observaciones sobre precios de bonos soberanos. Tengo la seguridad de que hay más por venir.

Después de mirar hacia atrás a lo largo de todos estos años y reflexionar sobre las posibles lecciones en mi preparación para esta charla, he llegado a apreciar plenamente (posiblemente por primera vez) por qué a la economía la llaman «la ciencia lúgubre» (*dismal science*). Por supuesto, *a priori*, hay pocas razones para esperar que una discusión sobre las crisis financieras sea edificante de alguna manera, pero la naturaleza recurrente de estas es particularmente preocupante. Nuestra memoria colectiva tiende a ser corta. Por eso es necesario repetir los recordatorios.

Muchas gracias.

BIBLIOGRAFÍA

- BORENSZTEIN, E., y C. M. REINHART (1994). «Los determinantes macroeconómicos de los precios de los productos básicos», *Documentos del Personal del FMI*, vol. 41(2), junio, pp. 236-261.
- CALVO, G. A. (2000). *Discurso pronunciado en el acto de entrega del Premio de Economía Rey Juan Carlos, instituido por la Fundación José Celma Prieto*, Banco de España, Madrid.
- (1998). «Flujos de capital y crisis del mercado de capitales: la economía simple de las paradas repentinas», *Journal of Applied Economics*, 1, vol. 1, pp. 35-54.
- CALVO, G. A., L. LEIDERMAN y C. M. REINHART (1993). «Flujos de capital y apreciación del tipo de cambio real en América Latina: el papel de los factores externos», *Documentos del Personal Técnico del FMI*, vol. 40, n.º 1, marzo, pp. 108-151. (Versión del documento de trabajo: documento de trabajo 92/62 del FMI, 1 de agosto de 1992.)
- (1994). «Entradas de capital a América Latina: las décadas de 1970 y 1990», en E. Bacha (ed.), *Economía en un mundo cambiante*, vol. 4, *Desarrollo, Comercio y Medio Ambiente*, Londres, pp. 123-148. (Versión del documento de trabajo: documento de trabajo 92/85 del FMI, 1 de octubre de 1992.)

¹⁵ Hay 63 crisis económicas en economías avanzadas en la muestra completa de 100 crisis [Reinhart y Rogoff (2014)].

- CALVO, G. A., y C. M. REINHART (2000). «Cuando las entradas de capital se detienen de repente: consecuencias y opciones de política», en P. Kenen y A. Swoboda (eds.), *Reforma del sistema monetario y financiero internacional*, FMI, Washington D. C., pp. 175-201.
- (2000). «Arreglando para tu vida», en S. Collins y D. Rodrik (eds.), *Brookings Trade Forum 2000*, Brookings Institution, Washington, D. C., pp. 1-39.
- (2000). «Miedo a flotar», *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXVII, n.º 2, mayo, pp. 379-408.
- DÍAZ ALEJANDRO, C. F. (1985). «Adiós represión financiera: Hola desplome financiero», *Revista de Economía del Desarrollo*, vol. 19, n.ºs 1 y 2, febrero, pp. 1-24.
- ILZETZKI, E., C. M. REINHART y K. S. ROGOFF (2017). «Arreglos de tipo de cambio en el siglo XXI: ¿Qué ancla sostendrá?», Documento de Trabajo, 23134, febrero, Oficina Nacional de Investigación Económica.
- KAMINSKY, G. L., J. S. LIZONDO y C. M. REINHART (1998). «Indicadores principales de crisis monetarias», *Documentos del Personal del FMI*, vol. 45(1), marzo, pp. 1-48. Documento de trabajo del FMI WP / 97/79, julio de 1997.
- KAMINSKY, G. L., y C. M. REINHART (1998). «Crisis financieras en Asia y América Latina diferentes: antes y ahora», *American Economic Review*, vol. 88, mayo, pp. 444-449.
- (1999). «Las crisis gemelas: las causas de los problemas bancarios y de la balanza de pagos», *American Economic Review*, vol. 89, n.º 3, junio, pp. 473-500. [Versión del documento de trabajo: Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal, Documento de discusión sobre finanzas internacionales, n.º 544 (marzo de 1996).]
- (2000). «En crisis contagio y confusión», *Journal of International Economics*, vol. 51, n.º 1, junio, pp. 145-168.
- KINDELBERGER, C. (1997). *Panics, Manias, and Crashes*, Wiley & Sons, Nueva York.
- MEYER, J., C. M. REINHART y C. TREBESCH. «Soberanos bonos desde Waterloo», próximo documento de trabajo de NBER.
- REINHART, C. M. (1991). «Política fiscal, tipo de cambio real y precios de los productos básicos», *Documentos del Personal Técnico del FMI*, vol. 38(3), septiembre, pp. 506-524.
- (2002). «Incumplimiento, crisis monetarias y calificaciones crediticias soberanas», *World Bank Economic Review*, vol. 16, n.º 2, pp. 151-170.
- REINHART, C. M., y V. R. REINHART (1998). «Algunas lecciones para los encargados de formular políticas que tratan con la bendición mixta del capital», en M. Kahler (ed.), *Flujos de capital y crisis financieras*, Ithaca, Cornell University Press, Nueva York, pp. 93-127.
- (2009). «Capital Flow Bonanzas: una visión abarcadora del pasado y el presente», en J. Frankel y F. Giavazzi (eds.), *Seminario Internacional NBER en Macroeconomía 2008*, Chicago University Press for El NBER, Chicago, pp. 1-54.
- (2010). «Después de la caída», en Actas, Simposio de política económica del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, *Desafíos macroeconómicos: la década que viene*, pp. 17-60.
- REINHART, C. M., V. R. REINHART y C. TREBESCH (2010). «Ciclos globales: flujos de capital, productos básicos e incumplimientos soberanos, 1815-2015», *American Economic Review*, vol. 106(5), mayo, pp. 574-580.
- «Ciclos de flujo de capital: una visión global larga», próximo documento de trabajo de NBER.
- REINHART, C. M., y K. S. ROGOFF (2004). «La historia moderna de los acuerdos de tipo de cambio: una reinterpretación», *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXIX, n.º 1, febrero, pp. 1-48. Documento de trabajo: Documento de trabajo NBER 8963, mayo de 2002.
- (2008). «¿Es la crisis subprime de los EE. UU. de 2007 tan diferente? Una comparación histórica internacional», *American Economic Review*, vol. 98, n.º 2, mayo. Documento de trabajo: Documento de trabajo de NBER, n.º W13761, enero.
- (2009a). «Las consecuencias de las crisis financieras posteriores», *American Economic Review*, vol. 99, n.º 2, mayo, pp. 466-472. Documento de trabajo: Documento de trabajo NBER, n.º W14656, enero.
- (2009b). *Esta vez es diferente: ocho siglos de locura financiera*, Princeton University Press, Princeton, septiembre.
- (2011). «De la crisis financiera a la crisis de la deuda», *American Economic Review*, vol. 101(5), agosto, pp. 1676-1706.
- (2013). «Las crisis bancarias: una amenaza de igualdad de oportunidades», *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, noviembre, pp. 4557-4573. Documento de trabajo: NBER Documento de trabajo, n.º 14587, diciembre de 2008b.
- (2014). «Recuperación de crisis financieras: Evidencia de 100 episodios», *American Economic Review*, vol. 104(5), mayo, pp. 50-55.
- REINHART, C. M., K. S. ROGOFF y M. A. SAVASTANO (2003). «Intolerancia a la deuda», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 1-74.
- REY, H. (2015). «Dilema, no trilema: El ciclo financiero global y la independencia de la política monetaria», en Actas, Simposio económico del Banco de la Reserva Federal de la ciudad de Kansas en Jackson Hole.

