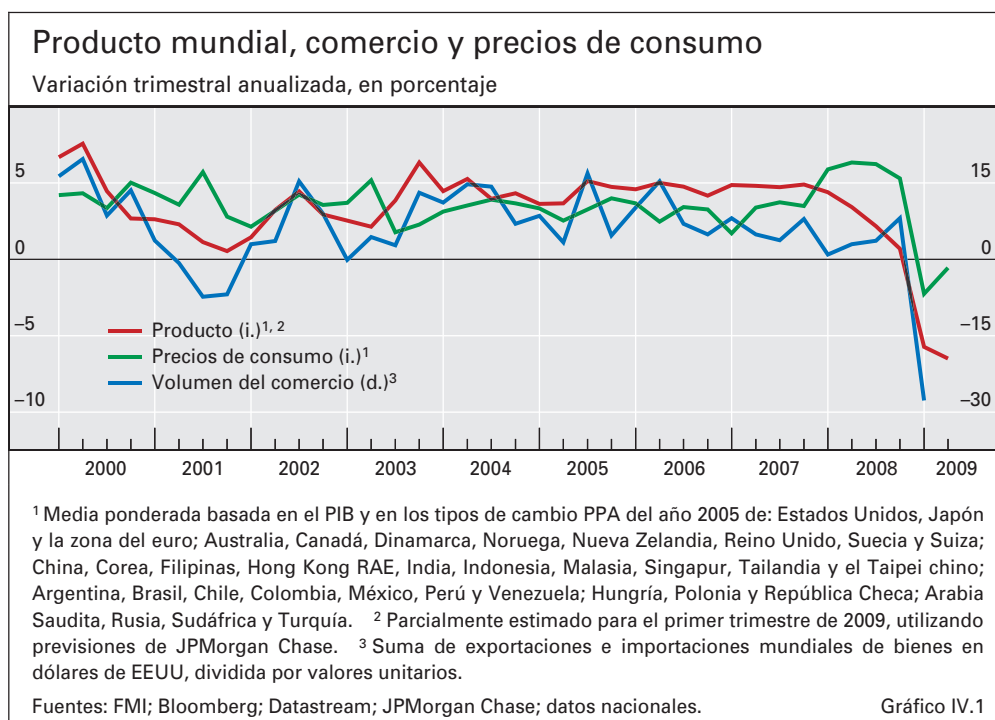


IV. Repercusiones en las economías industriales

En el primer semestre de 2008, varias economías industriales entraron en una fase contractiva; en el segundo, las fuerzas recesivas cobraron mucho mayor impulso y alcance global. El consiguiente desplome del comercio internacional —el más intenso de los últimos cincuenta años— castigó con dureza a todas las economías orientadas a la exportación (véase el Gráfico IV.1). Al coincidir el final de una larga fase de expansión económica internacional, el colapso de los flujos comerciales y una severa convulsión del sistema financiero, la desaceleración se convirtió en un fenómeno mundial inusualmente sincronizado. Dada la creciente correlación entre la producción industrial, las exportaciones y la confianza en las distintas economías, el producto y la inflación cayeron con fuerza en todo el mundo.

La mayoría de las previsiones económicas internacionales anticipan una contracción del producto mundial del 1–2% en 2009. Estados Unidos, la zona del euro y Japón se hallan en una profunda recesión, simultánea a una drástica desaceleración del crecimiento en el conjunto de las economías de mercado emergentes. A fecha de mayo, las previsiones de consenso sugieren una recuperación del crecimiento mundial en 2010, aunque muy por debajo de su tendencia. Como resultado, para 2009 se esperan tasas interanuales de inflación nulas o negativas en algunas de las principales economías. El déficit por cuenta corriente estadounidense se ha reducido en los últimos meses, con la consiguiente fuerte contracción de los superávits de Alemania, Japón y los países de Oriente Medio, mientras mantienen su holgura los superávits de China y otras economías emergentes asiáticas.



Las perspectivas a corto plazo son muy inciertas, entre otras cosas por la dificultad para evaluar la compleja interacción entre la economía real y el sistema financiero, y el impacto de las excepcionales políticas adoptadas en los últimos doce meses. Estas medidas deberían contribuir a potenciar la demanda, atenuar las presiones bajistas sobre los precios de los activos y flujos de crédito, y alentar cierto retorno de la confianza. Sin embargo, el ímpetu de la reciente desaceleración podría inducir efectos de segunda ronda más intensos de lo normal. En concreto, los impulsos contractivos sobre la economía mundial podrían prolongarse si la propensión al ahorro aumentara más en las economías industriales, algo que bien podría ocurrir dado el excesivo endeudamiento de los hogares y la espectacular caída de su riqueza.

Antecedentes de la crisis

La saturación de ahorro mundial antes de la crisis...

La crisis actual vino precedida de un importante cambio en las condiciones macroeconómicas internacionales. Un componente básico de ese cambio fue el notable aumento de la tasa bruta de ahorro mundial en porcentaje del PIB, desde alrededor del 21,5% en 2001 hasta casi el 24,5% en 2007. La mayor parte de ese incremento reflejó la tasa de ahorro relativamente alta de las economías de mercado emergentes, que en conjunto se triplicó con creces entre 2001 y 2007, elevando la propensión marginal al ahorro hasta el 43%. Las tasas de ahorro medias aumentaron en la mayoría de las regiones con economías de mercado emergentes, siendo la tendencia particularmente marcada en

Ahorro e inversión mundiales en términos brutos

En porcentaje del PIB

	Ahorro				Inversión			
	1995	2001	2007	2008	1995	2001	2007	2008
Economías avanzadas	21,4	20,0	19,9	18,8	21,6	20,6	21,0	20,4
Estados Unidos	16,0	16,4	14,2	11,9	18,6	19,1	18,8	17,5
Japón	30,5	26,9	28,9	26,7	28,4	24,8	24,1	23,5
Alemania	21,1	19,5	25,8	25,7	22,2	19,5	18,3	19,3
Reino Unido	15,9	15,4	15,3	15,1	17,2	17,4	18,2	16,8
Otros ¹	21,4	22,5	22,5	21,9	20,1	21,2	23,5	23,2
Economías emergentes	26,8	26,6	35,4	36,6	27,6	25,1	30,2	31,8
China	42,1	37,6	57,6	59,0	41,9	36,3	46,6	49,0
Otras economías asiáticas emergentes ²	31,7	27,6	32,8	32,1	32,5	24,2	28,9	30,1
América Latina ³	17,0	18,0	22,8	22,3	19,2	20,6	22,2	22,8
Oriente medio ⁴	24,0	33,3	49,6	50,8	20,9	24,8	26,5	26,7
Otros ⁵	22,7	23,0	23,1	24,3	23,1	20,2	23,5	24,3
Total	22,5	21,4	24,3	24,2	22,8	21,5	23,6	23,9

Las cifras correspondientes a grupos de países y al total representan la suma del ahorro o inversión de cada país dividida entre la suma del PIB de dichos países, en dólares de EE UU.

¹ Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Suiza, y economías de la zona del euro excepto Alemania.

² Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino. ³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁴ Arabia Saudita, Irán, Kuwait, Libia, Omán, Qatar y Yemen. ⁵ Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Cuadro IV.1

China y Oriente Medio (véase el Cuadro IV.1). Además, las tasas de inversión de diversas economías asiáticas emergentes disminuyeron desde sus niveles de mediados de los 90, amplificando aún más el exceso de ahorro.

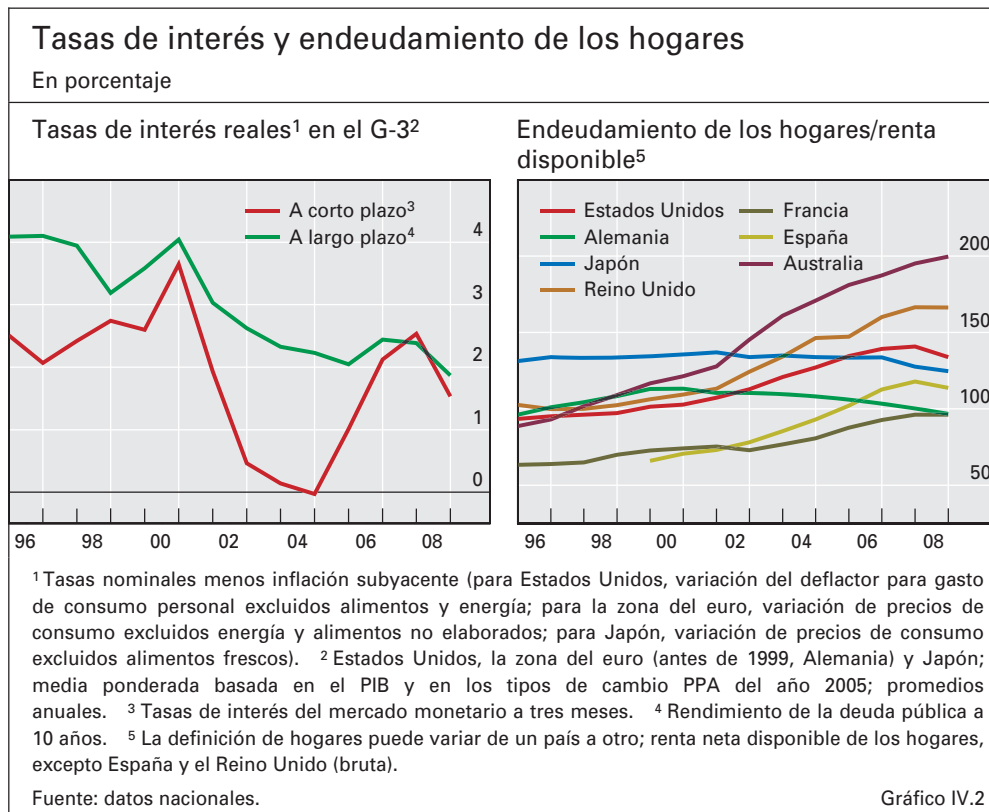
En cambio, la tasa de ahorro media de las economías industriales se redujo. Esta reducción estuvo liderada por una drástica caída del ahorro, en especial en Estados Unidos. En algunos países (como España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido), el gasto en capital se dirigió especialmente a la construcción residencial durante la primera mitad de la década actual.

Un efecto de este patrón de gasto fue la concentración del crecimiento del consumo en unos pocos países: en concreto, Estados Unidos aportó alrededor de un tercio del aumento del consumo mundial entre 2000 y 2006. Otra consecuencia destacada fue la ampliación del déficit por cuenta corriente estadounidense, desde poco más del 3% del PIB a finales de la década de los 90 hasta un máximo del 6% en 2006. Por su parte, los superávits por cuenta corriente en porcentaje del PIB de los principales países exportadores de manufacturas habían crecido hasta alcanzar en 2007 más del 10% en China, casi el 8% en Alemania y cerca del 5% en Japón. A su vez, los mayores precios del petróleo estimularon los superávits por cuenta corriente en Oriente Medio.

La expansión del gasto de los hogares en numerosas economías avanzadas antes de la crisis respondió a varios factores interrelacionados. Uno de ellos fue la apreciable caída de las tasas de interés reales a largo plazo, propiciada no sólo por el fuerte incremento del ahorro mundial, sino también por una reducción en las primas por plazo ante la mayor demanda de valores de deuda a largo por parte de inversionistas institucionales, en especial

... propició fuertes desequilibrios en los patrones de demanda internacional...

... reduciendo las tasas de interés a largo plazo



bancos centrales de mercados emergentes (véase el Gráfico IV.2)¹. Además, las relajadas condiciones monetarias en las principales economías avanzadas, con tasas de interés reales a corto plazo reducidas o negativas entre 2002 y 2005, amplificaron el impacto expansivo de las bajas tasas de interés a largo plazo.

La deuda de los hogares aumentó notablemente...

Durante la fase de auge, la mayor facilidad en las condiciones crediticias tuvo lugar en Estados Unidos: caídas de las tasas de interés reales de las hipotecas a tasa fija a 30 años desde alrededor del 5% a comienzos de la década actual hasta el 1–3% en 2005 y una relajación considerable de los criterios de acceso al crédito distintos del precio (véase el Capítulo III). El endeudamiento de los hogares en relación con su renta creció sustancialmente tras casi duplicarse la tasa de crecimiento real del crédito concedido a las familias, desde un promedio del 4% en la década de los 90 hasta alrededor del 7,5% durante 2000–06. El endeudamiento de los hogares aumentó de forma significativa también en el Reino Unido, ante la pronunciada caída de las tasas de interés de los préstamos hipotecarios vinculadas a tasas a corto plazo. A raíz de su mayor apalancamiento, numerosas familias se volvieron muy vulnerables a perturbaciones adversas en sus rentas y en los precios de los activos.

... al igual que los precios de la vivienda...

Un segundo factor de la expansión del gasto, impulsado en parte por el primero, fue el encarecimiento de la vivienda en numerosos países, que no sólo estimuló la compra especulativa de viviendas, sino que también generó un mayor volumen de endeudamiento con garantía hipotecaria. Desde el inicio de la década hasta que el ciclo de precios de la vivienda alcanzó su máximo, su incremento en términos reales superó el 90% en el Reino Unido y España, y el 60% en Estados Unidos (según el índice de precios de la vivienda Case-Shiller). En varios países, la participación de la inversión residencial en el PIB creció de forma acusada por encima de su tendencia. En Estados Unidos tocó techo en el 6,2% en 2005, mientras la tasa de desocupación de viviendas se disparaba un 50% entre 2001 y 2006, superando el 2,5%. La construcción residencial también se elevó muy por encima de su tendencia en España e Irlanda (hasta el 9% y 12% del PIB, respectivamente, en 2007), al igual que en Australia y Canadá.

... la inversión residencial...

... y la inversión en bienes de consumo duradero

Un tercer factor es que el auge del gasto podría haber generado, en diversas economías industriales, un excesivo optimismo entre los productores de bienes y servicios dando lugar a una sobreinversión y una asignación ineficiente de los recursos durante el periodo previo a la crisis. En concreto, el fuerte incremento del gasto de los hogares en bienes de consumo duradero, incluidos automóviles, condujo al aumento de la capacidad productiva. En

¹ Existen diversas teorías sobre la relación entre el ahorro mundial y las tasas de interés a largo plazo. Con arreglo a la hipótesis de la «saturación de ahorro», la tasa de interés real a largo plazo debe caer para restablecer el equilibrio mundial a un nivel de inversión superior; véase B. Bernanke, «The global saving glut and the US current account deficit», Homer Jones Lecture, St Louis, 14 de abril de 2005, www.federalreserve.gov. Otra hipótesis es que las crisis financieras y el elevado ahorro en las economías emergentes, junto con un desarrollo financiero limitado, generó una escasez mundial de activos de bajo riesgo, provocando una caída de las tasas de interés de la deuda a largo plazo; véase R. Caballero, E. Farhi y P. Gourinchas, «An equilibrium model of “global imbalances” and low interest rates», *American Economic Review*, vol. 98, nº 1, marzo de 2008, pp. 358–93.

Estados Unidos, por ejemplo, el gasto en bienes de consumo duradero, que ya venía repuntando desde mediados de los años 90, se aceleró a principios de esta década, como evidencia el aumento de su participación en el PIB desde alrededor del 7% hasta un máximo cercano al 11% en 2007². La capacidad productiva instalada en el sector automovilístico estadounidense aumentó alrededor de un 55% entre 1996 y 2006, frente a un incremento inferior al 25% durante los 10 años precedentes.

Del auge a la recesión

A partir del segundo semestre de 2008, ante las fuertes caídas de los precios de los activos y de la confianza, y el endurecimiento de las condiciones en los mercados crediticios, el gasto de los hogares (también en vivienda) se ha reducido en las economías avanzadas. La siguiente sección analiza la dinámica de la desaceleración actual en estas economías, así como sus factores explicativos; el Capítulo V, por su parte, aborda los efectos de la desaceleración en las economías de mercado emergentes.

Aunque el crecimiento se había debilitado notablemente desde mediados de 2007 en Estados Unidos y desde comienzos de 2008 en otras importantes economías industriales, no fue hasta finales de 2008 cuando la desaceleración se generalizó por todo el mundo (véase una presentación general de las etapas de la crisis en el Cuadro I.1). El producto, corregido de efectos estacionales y en términos anualizados, cayó el 14% en Japón y más del 6% en Estados Unidos y en la zona del euro durante el cuarto trimestre de 2008, con descensos incluso superiores en el primer trimestre de 2009 en Japón y en la zona del euro (15% y alrededor del 10%, respectivamente). No obstante, el ritmo de caída del producto ha comenzado a moderarse desde marzo. Los retrocesos mensuales de la producción industrial se moderaron en Estados Unidos en abril y la producción aumentó en Japón en marzo y abril. Asimismo, la mayoría de los indicadores de producción manufacturera obtenidos de encuestas (por ejemplo, los índices de directores de compras) continuaron mejorando en las economías del G-3 hasta mayo, sugiriendo una consolidación de las perspectivas de recuperación.

La desaceleración ha sido excepcionalmente profunda, afectando a la mayor parte de los componentes del gasto. El consumo privado se contrajo en todas las economías principales en el último trimestre de 2008; sobre todo, en Estados Unidos, donde su desplome del 4,3% en términos anualizados representó casi la mitad del descenso del producto en ese país. El gasto en bienes de consumo duradero, fuertemente lastrado en el segundo semestre de 2008, resultó el componente más afectado (véase el Gráfico IV.3). En el cuarto trimestre, la participación en el PIB del gasto en bienes de consumo duradero había descendido ya en torno a 1 punto porcentual desde su máximo de 2007.

El auge dio paso a una aguda desaceleración sincronizada en todo el mundo...

... impulsada por una rápida contracción del consumo de bienes duraderos...

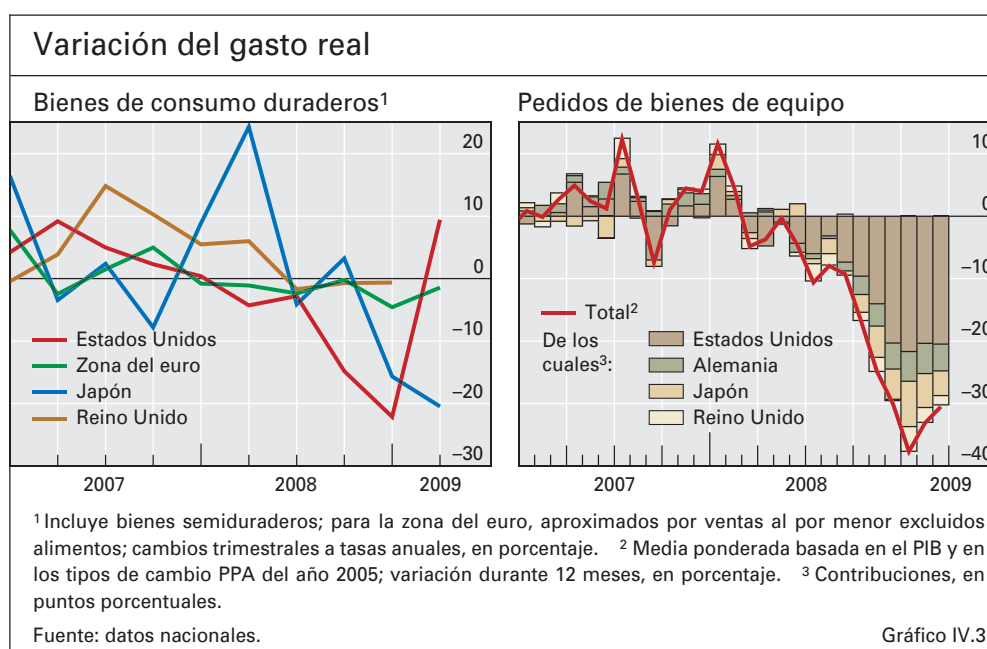
² El gasto en bienes de consumo duradero también incorpora un componente de inversión. Su inclusión dentro de los activos tangibles elevó en 2,5 puntos porcentuales la tasa de ahorro familiar en Estados Unidos durante el período 2000-06; ese incremento retrocedió hasta 0,5 puntos porcentuales en el último trimestre de 2008.

A esta extraordinaria caída le siguió un repunte en el primer trimestre de 2009, cuya sostenibilidad resulta incierta a la luz de las cuantiosas pérdidas de riqueza y las distorsiones de los mercados crediticios (véase la siguiente sección). Por el contrario, en Japón y la zona del euro el consumo sólo contribuyó de forma moderada a la caída del producto; de hecho, la desaceleración en estas economías respondió principalmente al fuerte desplome de la demanda exterior neta, que explica en torno a un 75% y un 50% del descenso del producto japonés en el cuarto trimestre de 2008 y en el primero de 2009, respectivamente, y alrededor del 60% de la reducción del producto en la zona del euro en el último trimestre de 2008.

Al deteriorarse el consumo más que la renta, se elevaron las tasas de ahorro familiar en varias economías avanzadas, en especial en aquéllas donde antes eran bajas. En Estados Unidos, la escalada fue de casi 4 puntos porcentuales de la renta disponible (hasta el 4,2%) entre el último trimestre de 2007 y el primero de 2009. El ahorro familiar también ha registrado rápidos avances en Australia y el Reino Unido, desde una tasa casi nula y negativa, respectivamente, en el primer trimestre de 2008 hasta el 8,5% y el 4,8% en el cuarto trimestre. La propensión a ahorrar de los hogares de la zona del euro también creció notablemente, con un repunte de la tasa de ahorro de 1 punto porcentual en el último trimestre de 2008 (hasta el 15,1%).

La mayor contracción de la inversión en vivienda se registró en Estados Unidos, donde la construcción residencial cayó hasta un mínimo del 2,7% del PIB en el primer trimestre de 2009. En España y el Reino Unido, la crisis perjudicó aún más a un sector constructor ya debilitado. La inversión residencial también comenzó a disminuir en Alemania hacia finales de 2008, mientras en Japón la cifra de inicio de nuevas viviendas apuntaba a una importante desaceleración de la construcción residencial a comienzos de 2009. A finales de 2008, la participación de la inversión residencial en el PIB aún

... un pronunciado descenso de la inversión en vivienda...



superaba su promedio desde 1980 en varias economías industriales (especialmente en Canadá, Irlanda y los Países Bajos), augurando un ajuste adicional en muchos casos.

El estrangulamiento de la oferta de crédito a los promotores de inmuebles de uso comercial, unido a la baja demanda de oficinas y locales comerciales, acentuó la debilidad del sector de la construcción no residencial. Además, los proyectos de inversión empresarial sufrieron drásticos recortes o demoras ante el deterioro de las perspectivas de demanda de los consumidores y el desplome del negocio exterior. En Estados Unidos, por ejemplo, la inversión fija no residencial se contrajo a una tasa (anualizada) récord del 38% en el primer trimestre de 2009, tras haber caído el 23% el trimestre anterior. La inversión empresarial también se redujo drásticamente en Japón y en la zona del euro. El acusado descenso en la cartera de pedidos de bienes de equipo hasta marzo de 2009 sugiere que aún persiste la profunda desaceleración de la inversión (véase el Gráfico IV.3).

... y una profunda caída de la inversión empresarial

La recesión se vio agravada por la presión para reducir el exceso de inventarios al descender las ventas más de lo esperado. Además, hay indicios de que la escasez de crédito comercial podría haber dañado la inversión. Encuestas realizadas en el Reino Unido, por ejemplo, indican que el crédito comercial entre empresas se resintió conforme aumentaban los retrasos en los pagos, crecía la probabilidad de quiebras empresariales y las firmas acumulaban liquidez para reducir su exposición a unos mercados volátiles. La mayor reticencia de bancos e instituciones financieras no bancarias a descontar derechos de cobro también podría haber contribuido a desacelerar la inversión.

Desaceleración, balances y crédito

Los balances de los hogares

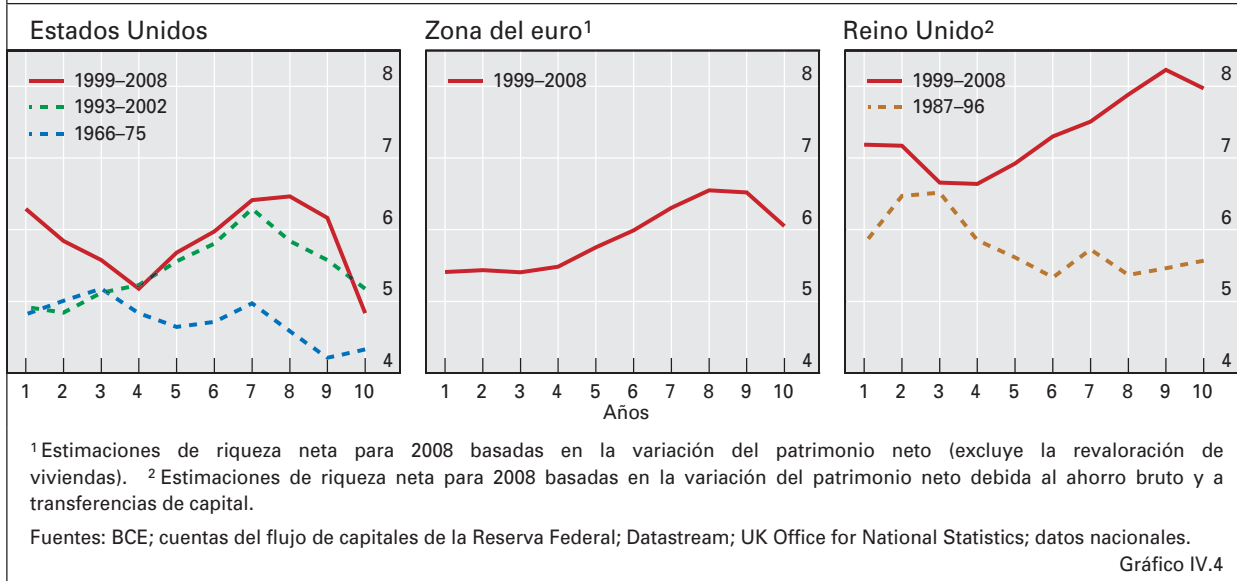
El grave deterioro de los balances de los hogares como resultado de la crisis financiera ha contribuido sustancialmente a la desaceleración. Las cotizaciones bursátiles cayeron con rapidez y el descenso de los precios nominales de la vivienda, limitado inicialmente a Estados Unidos, comenzó a generalizarse entre las economías avanzadas. Entre el segundo trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2008, el patrimonio neto de los hogares estadounidenses se redujo alrededor de un 20% (unos 13 billones de dólares), ocasionándoles una pérdida, en porcentaje de la renta disponible, superior a su riqueza acumulada durante los cinco años precedentes (véase el Gráfico IV.4). En la zona del euro, las pérdidas de riqueza también se han generalizado por activos y países, excediendo con creces a las sufridas durante la crisis bursátil de 2001, cuando el creciente valor de la vivienda compensó el impacto adverso de los fuertes desplomes bursátiles.

La gran debilidad de los balances de los hogares...

Es probable que estas caídas de la riqueza de los hogares, sobre todo del valor de sus activos inmobiliarios, limiten durante algún tiempo el consumo, aunque podrían aparecer fuerzas que operen en dirección contraria. Por ejemplo, la caída en los precios de la vivienda implica una reducción de su

... está repercutiendo negativamente sobre el consumo...

Riqueza neta de los hogares en proporción de la renta disponible



coste implícito de alquiler, que podría compensar en cierta medida el efecto riqueza negativo. Asimismo, el abaratamiento de la vivienda la hace más asequible para los posibles compradores, reduciendo su necesidad de ahorrar para poder hacer frente al pago de entrada. Además, los hogares podrían percibir que parte de su pérdida de riqueza —sobre todo por la depreciación de activos financieros— tiene carácter transitorio.

... sobre todo al reducir el valor de las garantías

Aunque los investigadores discrepan en sus estimaciones del efecto riqueza sobre el consumo, el impacto de la riqueza inmobiliaria se considera en general sustancial —variando, según los estudios, entre 3 y 7 centavos por dólar en Australia, Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido—, aunque en la zona del euro resulta relativamente modesto³. Es probable que la caída del patrimonio inmobiliario de los hogares conlleve reducciones especialmente acusadas del gasto de aquéllos que utilizaron el valor neto de la vivienda como garantía en la obtención de créditos para financiar el consumo. La laxitud de los criterios de concesión de crédito en diversos países facilitó considerablemente el endeudamiento hipotecario durante la fase expansiva, por lo que su endurecimiento podría tener un potente efecto adverso. Así pues, una caída de los precios de los activos podría tener efectos riqueza asimétricos sobre el consumo, dejando a numerosos hogares un abultado patrimonio neto negativo.

Además, los hogares podrían recortar su inversión en activos duraderos...

Además, la mayor vulnerabilidad financiera derivada de esa severa pérdida de riqueza podría llevar a los hogares a desplazarse desde activos menos líquidos (especialmente vivienda, pero también bienes de consumo duradero) hacia activos financieros, por naturaleza más líquidos. Concretamente, los hogares muy apalancados, con cuantiosos pasivos contractuales, podrían

³ Véase un análisis reciente de las estimaciones de los efectos riqueza sobre el consumo en Banco Central Europeo, «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», *Boletín Mensual*, enero de 2009.

elegir su ahorro financiero y reducir el gasto en vivienda, automóviles y otros bienes de consumo duradero de gran valor⁴.

Asimismo, la acusada devaluación de los activos de los fondos de pensiones podría obligar a quienes se hallen próximos a su jubilación y tengan planes de pensiones de aportación definida —que vinculan las prestaciones recibidas al valor de mercado de los activos— a aumentar su ahorro o a retrasar su jubilación. En el caso de los planes de prestación definida, sus elevados déficits de financiación podrían socavar la posición financiera de las empresas promotoras, menoscabando su capacidad para ofrecer prestaciones garantizadas o mantener el empleo existente.

... y elevar su ahorro para la jubilación

Dicho esto, es probable que los efectos de la pérdida de riqueza difieran entre países, dependiendo de sus marcos institucionales. En Australia, Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido, la extracción de riqueza inmobiliaria (mediante endeudamiento garantizado por el mayor valor neto de la vivienda) fue considerable durante la fase expansiva, por lo que el gasto de los hogares probablemente se verá más afectado en esos países. Según algunas estimaciones, en Estados Unidos la extracción de riqueza inmobiliaria habría financiado aproximadamente un 1,75% del consumo anual en el periodo 2001–05, o un 3% si se incluye su aplicación a la liquidación de deudas no hipotecarias⁵. En el Reino Unido, el signo de esta magnitud se ha invertido, desplomándose desde una cota superior al 7% de la renta después de impuestos en 2003 hasta el -1% en 2008. En cambio, la extracción de riqueza inmobiliaria tuvo efectos relativamente leves sobre el gasto de los hogares del conjunto de la zona del euro, debido a la reducida tasa de vivienda en propiedad y, en algunos países, al menor desarrollo del mercado hipotecario.

Pero es probable que el impacto difiera entre economías

Con todo, el hecho de que el nivel de endeudamiento de los hogares haya crecido tanto en numerosos países sugiere que las abultadas pérdidas de renta y riqueza probablemente eleven la tasa de ahorro en buena parte de las economías avanzadas, aunque se desconoce por cuánto tiempo. Durante la recesión de los años 70 en Estados Unidos, la tasa de ahorro familiar pasó de un mínimo del 8% a mediados de 1972 a un máximo del 12,5% a mediados de 1975. La recesión estadounidense de comienzos de los años 80 presentó una evolución cíclica similar, con un recorrido de la tasa de ahorro semejante. En cambio, las recesiones de los 90 y de los primeros años de la década actual apenas tuvieron efectos sobre el ahorro. En la presente recesión, sin embargo, el mínimo de la tasa de ahorro familiar en Estados Unidos ha sido muy inferior al de recesiones anteriores y el endeudamiento de los hogares muy superior a sus cotas máximas. En consecuencia, el aumento del ahorro podría ser de mayor cuantía y más prolongado que en el pasado. Las tasas de ahorro familiar también podrían subir más en Australia y el Reino Unido, al igual

Un riesgo importante es un nuevo y sustancial incremento del ahorro familiar

⁴ Éste parece haber sido un importante factor en el aumento del ahorro de los hogares estadounidenses tras la crisis bursátil de la década de los 70; véase F. Mishkin, «What depressed the consumer? The household balance sheet and the 1973–75 recession», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 8, n° 1, 1977, pp. 123–74.

⁵ Véase A. Greenspan y J. Kennedy, «Sources and uses of equity extracted from homes», *Finance and Economics Discussion Series*, 2007–20, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, marzo de 2007.

que en varias economías de la zona del euro (como España, Irlanda y los Países Bajos), en las que aún se encuentran por debajo de sus medias históricas.

Los balances empresariales

A diferencia del sector hogares, los niveles de endeudamiento del sector empresarial no financiero permanecieron bastante estables o incluso disminuyeron durante la primera mitad de la presente década. Sin embargo, entre 2005 y 2008, esos niveles crecieron considerablemente en porcentaje del PIB (véase el Gráfico IV.5). La crisis debilitó aún más los balances al reducir drásticamente la rentabilidad y el valor de las inversiones empresariales. Asimismo, el aumento de los diferenciales de rendimiento impidió el acceso de numerosas empresas a los mercados de capitales, ocasionándoles importantes problemas de financiación.

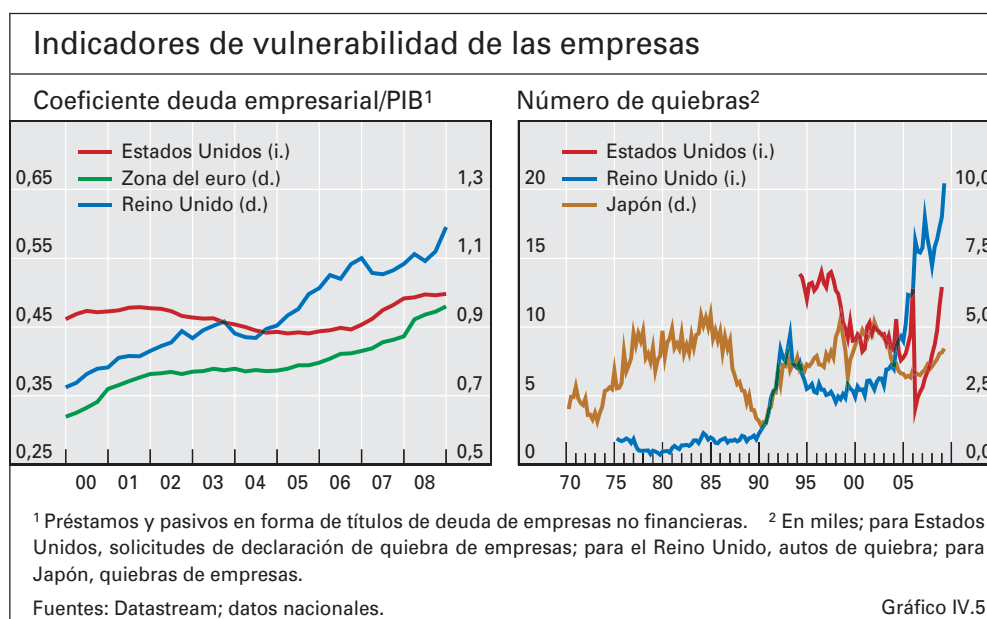
Durante 2008, el patrimonio neto de las sociedades no financieras no agrarias de Estados Unidos sufrió una caída agregada del 7%, provocada por una drástica reducción del valor de sus activos inmobiliarios (12,8%) y una disminución algo menor del valor de su patrimonio financiero neto (5,3%). En cambio, el patrimonio financiero neto (excluidos fondos propios) de las empresas no financieras de Japón y de la zona del euro experimentó un deterioro mucho más rápido, con una merma próxima al 50% en 2008. Los problemas financieros del sector empresarial se han agravado enormemente, con cifras de quiebras que igualan o superan máximos históricos en numerosas economías industriales (véase el Gráfico IV.5).

Es probable que el deterioro de la situación financiera y de la rentabilidad de las empresas reduzca su inversión, realimentando los efectos sobre la economía y los balances. La gravedad de los efectos de este multiplicador financiero negativo dependerá de la estructura y de la solidez inicial de los balances empresariales. A finales de 2008, los pasivos financieros brutos en circulación del sector empresarial (incluidas deudas, crédito comercial y otros

Los balances empresariales también se han erosionado...

... en todas las principales economías industriales...

... aumentando la probabilidad de recortes adicionales de la inversión



pasivos) ascendían aproximadamente a un 130% del PIB en el Reino Unido y en la zona del euro. Este nivel, muy superior al promedio de la década de los 90, supone una importante vulnerabilidad ante perturbaciones financieras adversas. Los pasivos financieros de las empresas estadounidenses también han aumentado, alcanzando el 90% del PIB a finales de 2008, pero su nivel actual no parece demasiado elevado comparado con el promedio de finales de los años 90.

La desaceleración del ciclo crediticio

La crisis ha provocado un giro brusco del ciclo crediticio. Durante el pasado año, las tasas de interés aplicables a hogares y empresas se redujeron como consecuencia de los fuertes recortes de las tasas oficiales. No obstante, la aplicación de criterios mucho más restrictivos para la concesión de préstamos bancarios, al margen del precio, han contrarrestado el impacto de los recortes de tasas en los flujos de crédito (véase el Capítulo III).

La tasa agregada de crecimiento del crédito al sector privado disminuyó durante el pasado año en numerosas economías avanzadas, con especial intensidad en el segmento de préstamos para la compra de vivienda. El crédito nominal para adquisición de vivienda (excluidos los préstamos personales con garantía hipotecaria) se contrajo en Estados Unidos a una tasa anual del 1–2% desde el segundo trimestre de 2008 hasta el primero de 2009, mientras en la zona del euro interrumpía su crecimiento en marzo de 2009. El crédito al consumo sufrió una notable desaceleración en muchos países avanzados, excepto en Estados Unidos, donde creció a una tasa anual del 9% en el primer trimestre de 2009. Aunque el crédito a empresas siguió aumentando en numerosos países, su evolución probablemente respondió más a una mayor utilización de líneas de crédito previamente establecidas que a la concesión de nuevos préstamos.

Mientras el estrangulamiento del crédito mantenía al margen a posibles compradores de primera vivienda y a otros consumidores con limitaciones de acceso al crédito, la disminución de rentas parece haber aumentado el número de hogares con restricciones crediticias. La desaparición de la financiación alternativa ofrecida en el pasado por prestamistas no bancarios ha tendido a magnificar estos efectos, también sufridos por la inversión empresarial (recientes encuestas sobre inversión crediticia revelan recortes sustanciales de las nuevas líneas a empresas, especialmente en Estados Unidos). Además, ante la debilidad del crecimiento y el rápido deterioro de los balances de situación, la contracción se agrava por un considerable repliegue en su demanda conforme las empresas recortan sus planes de inversión y los hogares reevalúan sus perspectivas de renta y riqueza.

En consecuencia, la profundidad y duración de la desaceleración crediticia dependerá de la interacción entre el desapalancamiento del sistema bancario (véase el Capítulo III) y los reajustes en los balances de empresas y hogares. Aunque esa interacción sea difícil de prever, las crisis crediticias y financieras del pasado pueden aportar algunas pistas al respecto.

En este sentido, resulta útil comparar el actual ciclo crediticio en Estados Unidos con ciclos anteriores, aun cuando sus causas inmediatas

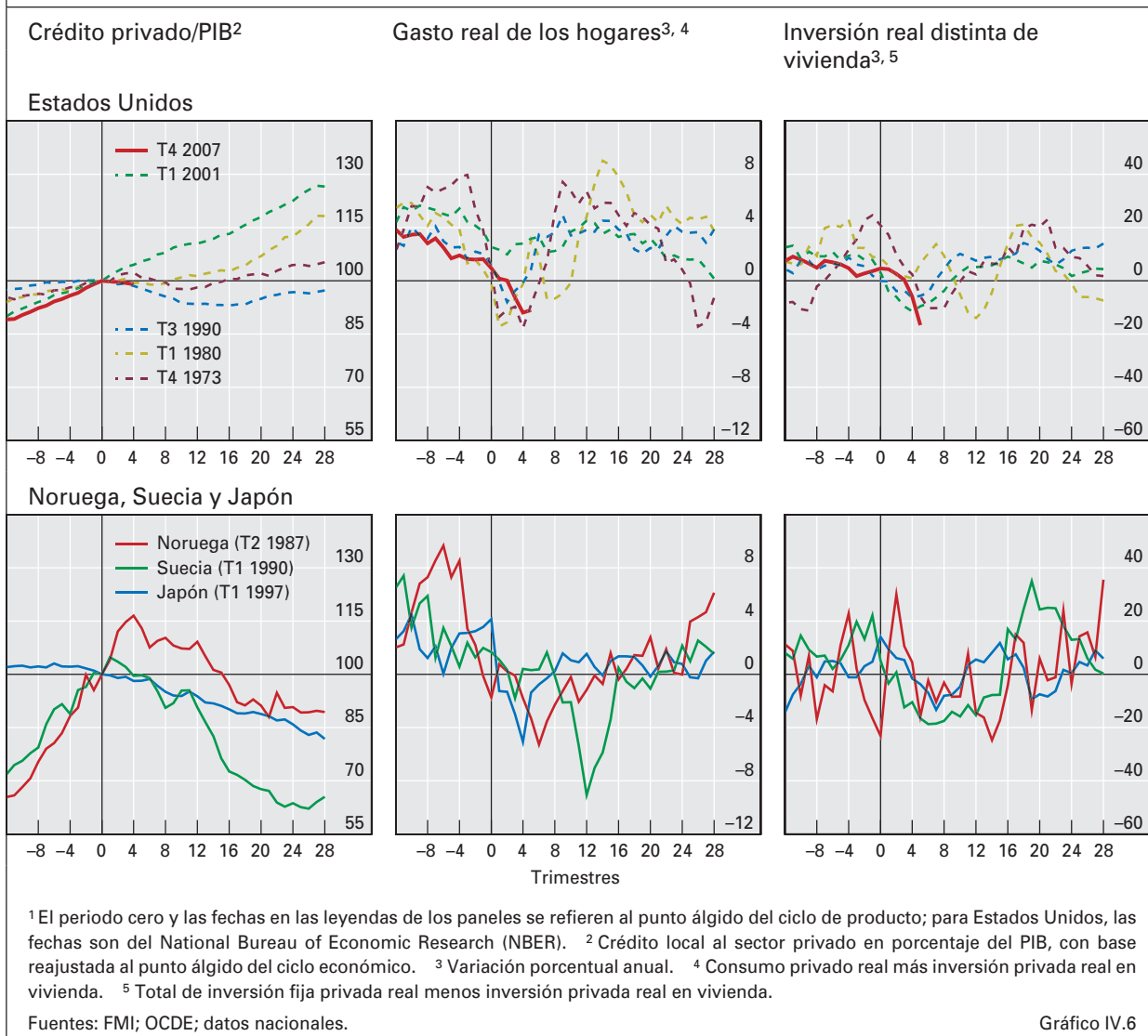
Además, el endurecimiento del acceso al crédito está reduciendo su disponibilidad...

... especialmente para los hogares, pero cada vez más para las empresas...

... acentuando los recortes del gasto

Gran incertidumbre sobre la profundidad de la desaceleración del crédito

Crédito y gasto durante algunos ciclos económicos¹



Anteriores ciclos económicos en EEUU sugieren un impacto prolongado en el crédito y el gasto...

sean distintas. En concreto, la desaceleración de los mercados crediticios a principios de los años 90 ofrece un interesante marco de referencia (véase el Gráfico IV.6). A partir del tercer trimestre de 1990, y pese a las moderadas pérdidas derivadas del menor valor de los inmuebles de uso comercial, el crédito al sector privado disminuyó en términos reales durante 14 trimestres consecutivos, reduciéndose también en este periodo la relación entre crédito y PIB. Cabe destacar, por otra parte, la estrecha relación observada entre el ciclo crediticio y el ciclo de gasto de los hogares, aunque la contracción del crédito acabó prolongándose más que las caídas del gasto familiar. Además, la inversión no residencial se deterioró considerablemente durante la desaceleración de los años 90.

... al igual que durante las crisis bancarias en los países nórdicos...

Otro punto de referencia útil son las crisis bancarias de la década de los 90 en los países nórdicos, caracterizadas también por el auge y desplome de los precios de los inmuebles. Estas crisis precipitaron una contracción de la relación crédito/PIB en la región que se prolongó entre cinco y siete años, seguida de una larga caída del gasto. En Noruega y Suecia, tanto el gasto de

los hogares como la inversión empresarial se debilitaron mucho antes de que el producto alcanzara su máximo cíclico, contrayéndose durante años tras las crisis. Con todo, tal y como se analiza en el Capítulo VI, las diferencias en los métodos de resolución de las crisis también tienen su importancia. Cuando las autoridades decidieron intervenir en las crisis de los países nórdicos, el crédito y la actividad económica ya habían experimentado un notable deterioro. En cambio, durante la crisis actual, las autoridades han intervenido en una etapa temprana del ciclo crediticio y económico para atenuar la desaceleración.

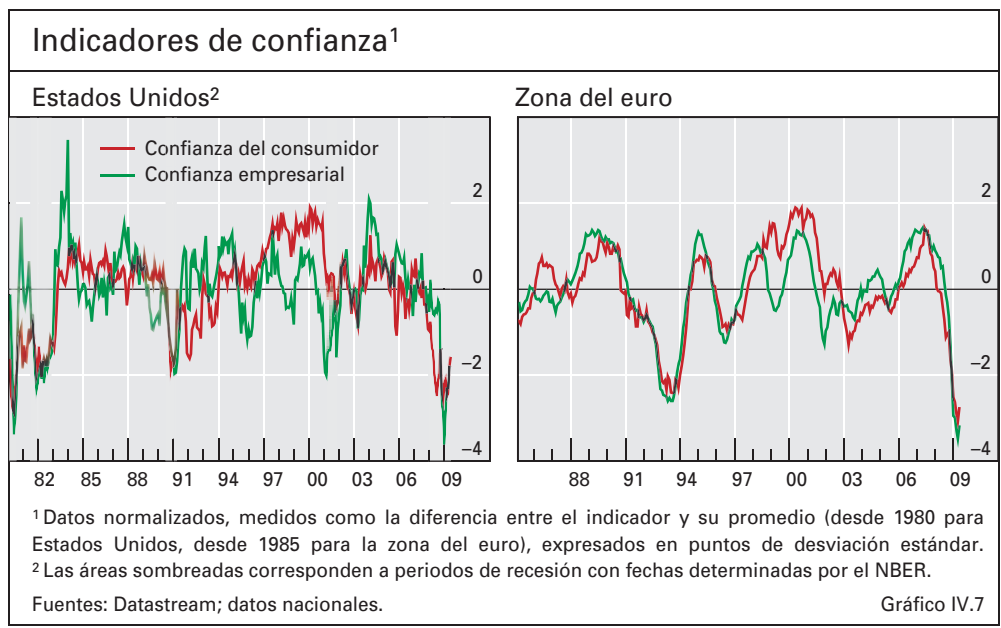
La experiencia japonesa de los años 90, que ilustra las adversas consecuencias de la interacción entre una crisis bancaria y un gran exceso de endeudamiento empresarial, resulta reveladora para los problemas actuales del sector hogares. El desplome de los precios de los activos en Japón a finales de la década de los 80 amplificó las pérdidas de los bancos y debilitó seriamente los balances de las sociedades no financieras, que en 1990 arrastraban niveles de endeudamiento superiores al 150% del PIB. Esta situación conllevó un largo proceso de reducción de la deuda, recortes del gasto de capital y escasez de la demanda de crédito. La drástica caída en años posteriores de la relación entre la deuda del sector empresarial y el PIB indujo también una reducción del cociente crédito/PIB.

... y en Japón

Factores catalizadores y propagadores de la recesión

Los ajustes de los balances empresariales y del mercado crediticio tienen un efecto duradero sobre la economía, pero varios factores cíclicos han agravado sus consecuencias a corto plazo durante la crisis actual. Uno de ellos ha sido la rápida caída del empleo inducida por la creciente amenaza de quiebras empresariales, que ha exacerbado en gran medida la incertidumbre financiera de los hogares. En Estados Unidos, por ejemplo, la cifra total de horas trabajadas se contrajo a un ritmo anualizado del 9% en el primer trimestre de 2009, tras un recorte porcentual similar en el trimestre anterior, elevando la

Las drásticas caídas del empleo están agravando la desaceleración...



tasa de desempleo hasta el 9,4% en mayo de 2009. Aunque desde una perspectiva histórica el actual ciclo del empleo ya se ha revelado bastante profundo en Estados Unidos, las previsiones de consenso de mayo apuntan a que la tasa de desempleo podría rondar el 10% en 2010. En la zona del euro, el crecimiento sostenido de la población activa, en combinación con la escasez de la demanda de trabajo, explica el paulatino incremento de la tasa de desempleo, que alcanzó el 9,2% en abril de 2009.

Las incertidumbres sobre el empleo que afectan a los hogares de la zona del euro podrían ser más duraderas que en el caso de Estados Unidos, donde el ciclo del empleo suele ser más corto. Por ejemplo, durante las desaceleraciones de los años 80 y 90, el empleo en la zona del euro cayó durante doce y ocho trimestres, respectivamente, en comparación con los aproximadamente cuatro trimestres de descenso en Estados Unidos. Por su parte, la evolución del empleo en Japón ha seguido mostrando debilidad desde finales de la década de los 90. La brusca caída de la relación entre oferta y demanda de trabajo observada a partir de comienzos de 2009 apunta a un posible agravamiento de la desaceleración del empleo japonés.

Un segundo factor cíclico, relacionado con el anterior, es el drástico deterioro de la confianza de consumidores y empresarios (véase el Gráfico IV.7). En el pasado, la confianza solía explicar una pequeña parte del gasto, una vez tenidos en cuenta otros determinantes del consumo, como la renta, la riqueza y las tasas de interés⁶. Sin embargo, en la medida en que una caída de la confianza refleje expectativas de menores rentas futuras, también podría augurar una reducción del gasto futuro. Un importante riesgo a este respecto es que, por naturaleza, la falta de confianza termina por materializarse al reducir el gasto y el empleo, y elevar la incertidumbre sobre la renta.

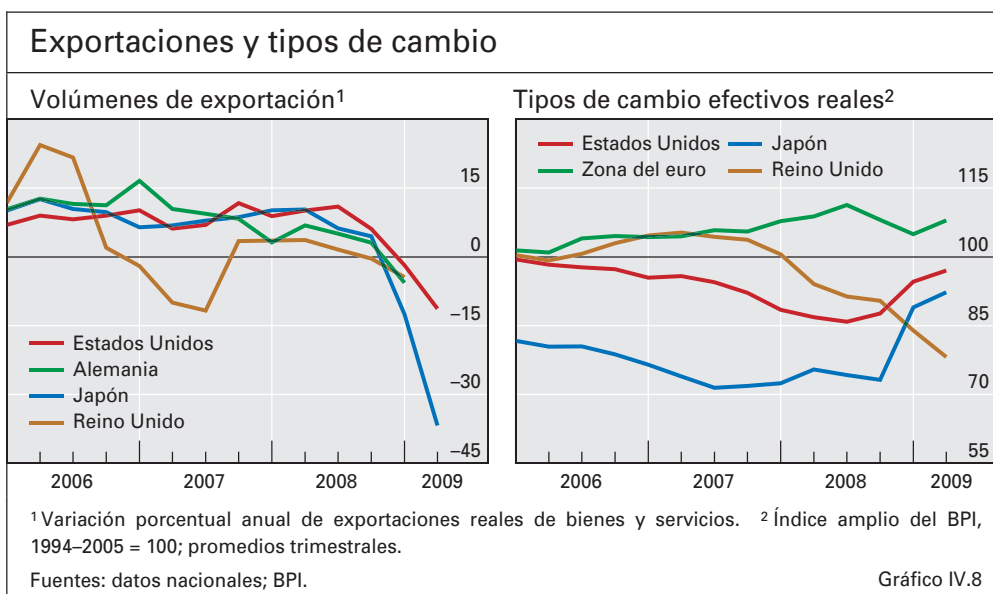
Un tercer factor cíclico es el desplome del comercio internacional (véase el Gráfico IV.8), que ha contribuido a la propagación y agravamiento de la desaceleración en las distintas economías. La caída en picado de la demanda mundial de manufacturas ha afectado a todos los países avanzados, aunque con particular virulencia a los que, como Alemania y Japón, dependen en gran medida de las exportaciones de estos bienes. Además, dado que Alemania constituye el principal núcleo del sistema productivo europeo, la pérdida de su negocio exportador se ha dejado sentir más allá de sus fronteras. Australia y Canadá han sufrido las repercusiones negativas del derrumbe de los precios de las materias primas, aunque paliadas en el caso de la economía australiana no sólo por su condición de importadora neta de petróleo, sino también por el descenso relativamente moderado de los precios agrícolas.

La evolución de los tipos de cambio constituye un cuarto factor. En particular, la acusada apreciación del yen en términos efectivos reales a partir de finales de 2008 ha lastrado las exportaciones japonesas. En cambio, el sector de bienes comerciables del Reino Unido se ha beneficiado de la

... al igual que la fragilidad de la confianza...

... y el desplome de los flujos comerciales

⁶ Véase evidencia empírica reciente en A. Al-Eyd, R. Barrel y P. Davis, «Consumer confidence indices and short-term forecasting of consumption», *The Manchester School*, vol. 77, nº 1, enero de 2009, pp. 96-111.



notable caída del tipo de cambio efectivo de la libra esterlina. En 2008, la depreciación real del euro también favoreció las exportaciones de la zona, pero el tipo de cambio retomó su trayectoria alcista en el primer trimestre de 2009. En Estados Unidos, sin embargo, la apreciación del dólar en el segundo semestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 se ha traducido en una menor influencia de su tipo de cambio sobre la evolución de los flujos comerciales a lo largo del pasado año.

Evolución de la inflación en las economías industriales

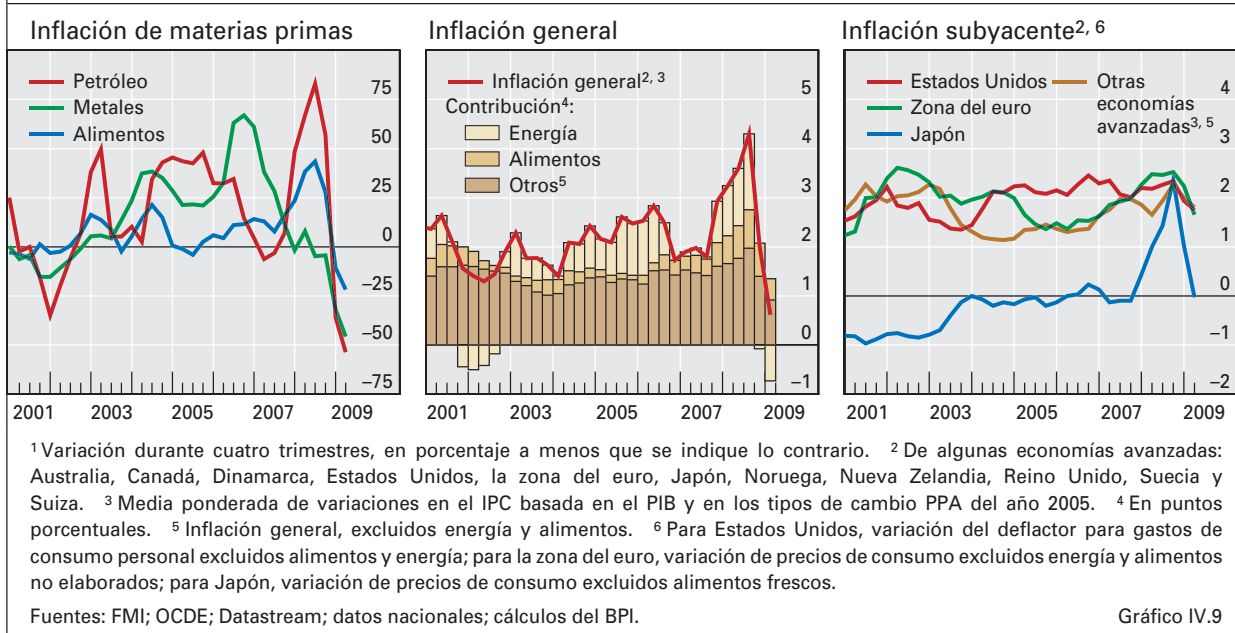
La desaceleración ha conllevado una acusada reducción de las presiones inflacionistas en las economías industriales. Las tasas interanuales de inflación, medidas por el índice general de precios, no sólo han caído con rapidez desde mediados de 2008 (véase el Gráfico IV.9), sino que se han adentrado en territorio negativo en Estados Unidos y Japón en el primer trimestre de 2009, mientras en la zona del euro cayeron hasta cero en mayo. Aunque evaluar las perspectivas de inflación resulta complejo en el presente contexto, la reciente desinflación ha suscitado la inquietud de numerosos observadores por los posibles riesgos de deflación a corto plazo.

Las actuales presiones bajistas sobre los precios vienen motivadas por dos factores principales. El primero de ellos es la caída del 55% en los precios del petróleo entre mediados de 2008 y mayo de 2009 que ha ocasionado en numerosos países importadores de esta materia prima un pronunciado abaratamiento de sus importaciones. Además, las estimaciones de la demanda mundial de petróleo para 2009 han sido revisadas a la baja. Así, en mayo de 2009, la Agencia Internacional de la Energía preveía para entonces una demanda inferior en 2,6 millones de barriles diarios a la registrada en 2008, el mayor descenso anual desde 1981. Por su parte, los precios de los metales, que ya comenzaron a bajar en 2007, acentuaron sus caídas en la segunda mitad de 2008 y principios de 2009. Los precios de los alimentos también han

La inflación general ha caído con rapidez en los últimos meses...

... por el hundimiento de los precios de las materias primas...

Inflación de precios de las materias primas y de consumo¹



caído, aunque no tan drásticamente como los del petróleo, al ser su relación con el crecimiento mundial relativamente débil. La desaceleración de la demanda también ha provocado una rebaja sustancial de los fletes marítimos.

... y por una considerable holgura económica

El segundo factor a destacar es la considerable holgura económica, que ha acentuado las presiones bajistas sobre los precios. La utilización de la capacidad productiva del sector manufacturero ha registrado caídas especialmente intensas en las principales economías avanzadas. Pese a su incertidumbre, las previsiones de las brechas del producto y del empleo sugieren el mantenimiento de una amplia holgura económica en 2009 y 2010. La inflación subyacente ha disminuido rápidamente en Japón desde comienzos de 2009, mientras que en Estados Unidos y en la zona del euro ha permanecido relativamente más estable hasta abril de 2009 (véase el Gráfico IV.9). Existe el riesgo de que una desaceleración inusualmente sincronizada como la actual, junto con el posible repunte del ahorro de los hogares, pueda agravar la presión bajista sobre la inflación a lo largo del próximo año.

Incertidumbre sobre la evolución de la inflación

Aun así, existe una considerable incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación. En primer lugar, aún se desconoce cuándo surtirán efecto las recientes medidas de estímulo y cuál será su alcance. La evolución desde comienzos de 2009 ha reducido en cierta medida los riesgos a la baja para las previsiones de crecimiento. Además, no existe una estimación fiable del impacto macroeconómico que tendrán las atípicas iniciativas de política monetaria a gran escala recientemente adoptadas por los bancos centrales.

En segundo lugar, el producto potencial podría contraerse sustancialmente por las distorsiones del sistema de intermediación crediticia, la caída del comercio y la inversión, y un posible aumento del desempleo estructural, todo ello vinculado a la crisis financiera (véase el recuadro). De ser así, la brecha del producto podría ser menos negativa de lo que sugeriría la actual

El impacto de la crisis actual en el producto potencial

Las estimaciones sobre producto potencial y brechas del producto ayudan a las autoridades monetarias a valorar la coyuntura económica. Normalmente, el producto potencial se define como el nivel máximo de producción que una economía puede alcanzar sin generar presiones inflacionistas, y está determinado en gran medida por factores del lado de la oferta, como el desarrollo tecnológico, las tendencias demográficas y los marcos institucionales en los mercados laboral y financiero. Pese a ello, el producto potencial no es directamente medible y hay que conformarse con su estimación. Incluso en condiciones normales, la incertidumbre que rodea estas estimaciones puede ser considerable, ante la dificultad de detectar cambios en factores estructurales. Por otro lado, las frecuentes —y en ocasiones sustanciales— revisiones del PIB y de sus principales componentes reducen la utilidad de las estimaciones del producto potencial para la adopción de políticas en tiempo real. Por ejemplo, las revisiones absolutas del PIB estadounidense han sido elevadas en promedio, oscilando entre el 0,5 de la primera revisión anual y los 1,3 puntos porcentuales de la tercera. En los puntos de inflexión cíclicos, estas revisiones son sustancialmente mayores, llegando incluso a superar con creces los 2 puntos porcentuales.

Una cuestión clave en la actual coyuntura es hasta qué punto el producto potencial podría verse afectado por la persistente crisis financiera. Diversos factores pueden incidir en su nivel y en su ritmo de crecimiento. En primer lugar, la crisis podría alterar considerablemente el proceso de intermediación crediticia en los próximos años, reduciendo la disponibilidad de crédito e incrementando las primas de riesgo. En segundo lugar, un eventual aumento del desempleo estructural podría incidir negativamente en el producto potencial. La larga duración de la crisis actual significa que una proporción nada desdeñable de trabajadores podría quedar permanentemente fuera del mercado laboral. La tasa natural de desempleo podría ser considerablemente superior en algunos países después de la recesión mundial, al desaparecer para siempre muchos puestos de trabajo en sectores como el del automóvil o los servicios financieros. En Estados Unidos, los despidos «permanentes» (de trabajadores que no se prevé vayan a recuperar su puesto) alcanzó un máximo récord al situarse en el 52,9% de los desempleados en mayo de 2009.

En tercer lugar, la crisis financiera podría tener consecuencias negativas sobre la productividad total de los factores al reducirse drásticamente la financiación para actividades de investigación y desarrollo. En Japón, por ejemplo, se ha demostrado que la desaceleración de la productividad total de los factores y el descenso del promedio de horas trabajadas por semana de 44 a 40 entre 1988 y 1993 se tradujeron en un cambio en la pendiente y el nivel de la senda de crecimiento a largo plazo (Hayashi y Prescott, 2002). En cuarto lugar, el carácter global de la desaceleración actual y el elevado grado de integración económica podrían ampliar el efecto de la crisis sobre el producto potencial. Ante el significativo aumento de los préstamos e inversiones transfronterizas en la pasada década, una crisis financiera que afecte a un determinado país o región podría tener graves consecuencias negativas en otras economías. Cuando los factores de producción no son móviles, la pérdida de mercados de exportación en algunos países podría, por ejemplo, dejar ociosa buena parte de su capacidad instalada y mano de obra durante un largo periodo, lo que podría traducirse en una caída del producto potencial.

Es posible extraer lecciones de los datos recabados en episodios anteriores sobre los posibles efectos de la crisis actual sobre el producto potencial. En un estudio sobre el comportamiento del producto en 190 países, Cerra y Saxena (2008) encontraron que las grandes y continuadas pérdidas de producto reales coinciden con crisis financieras y que en el caso de crisis bancarias, la producción cae un 7,5% respecto a su tendencia durante un periodo de 10 años. Utilizando la misma metodología, Furceri y Mourougane (2009) analizaron los datos de 30 economías de la OCDE entre 1960 y 2007, concluyendo que una crisis financiera puede reducir el producto potencial, en promedio, entre un 1,5% (según cálculos de la OCDE basados en funciones de producto) y 2,1% (medidas basadas en el filtro Hodrick-Prescott) en el plazo de cinco años. En los casos más graves (España en 1977, Noruega en 1987, Finlandia y Suecia en 1991, y Japón en 1992) se estimó que las crisis tuvieron un efecto negativo mucho mayor sobre el producto potencial (3,8%).

Asimismo, estudios empíricos muestran que las crisis financieras tienen importantes consecuencias para el crecimiento del producto potencial. Por ejemplo, Haugh et al. (2009) analizaron seis grandes crisis bancarias (España en 1982, Estados Unidos en la década de los 80, Finlandia, Noruega y Suecia en 1991, y Japón en 1997), concluyendo que las pérdidas de producto reales en desaceleraciones asociadas a grandes crisis bancarias son mucho mayores. En comparación con los cinco años anteriores al estallido de las crisis bancarias, en los cinco años posteriores el crecimiento del producto potencial se reducía en 0,9; 0,5; 0,4 y 0,3 puntos porcentuales en Noruega, Finlandia, Japón y Suecia, respectivamente.

El impacto concreto de la crisis actual dependerá en gran parte de la prontitud y eficacia de las políticas públicas para restaurar la intermediación en los mercados de crédito y de su capacidad para minimizar al mismo tiempo las distorsiones que puedan generar. Las medidas encaminadas a salvaguardar la flexibilidad del mercado laboral e impulsar el crecimiento de la productividad a largo plazo también podrían tener un papel fundamental en el estímulo del producto potencial.

Referencias

Cerra, V. y S. Saxena (2008): «Growth dynamics: the myth of economic recovery», *American Economic Review*, vol. 98, n° 1, marzo, pp 439–57.

Furceri, D. y A. Mourougane (2009): «The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries», *OECD, Economics Department Working Papers*, n° 69, mayo.

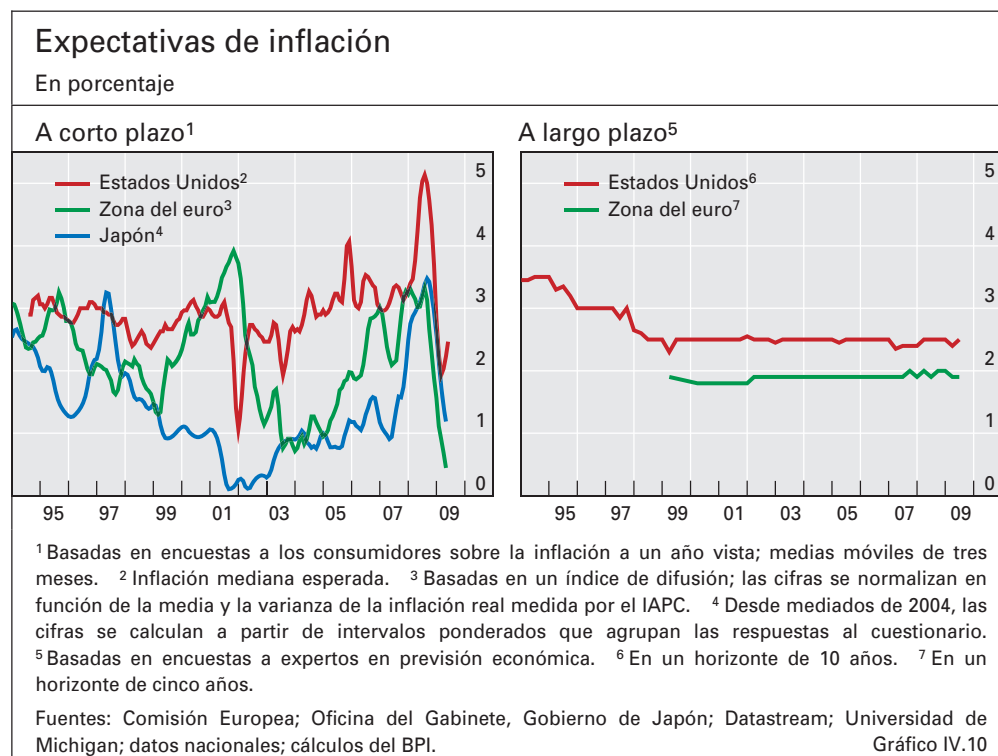
Haugh, D., P. Ollivaud y D. Turner (2009): «The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries», *OECD, Economics Department Working Papers*, n° 683, marzo.

Hayashi, F. y E. Prescott (2002): «The 1990s in Japan: a lost decade», *Review of Economic Dynamics*, vol. 5, n° 1, enero pp 206–35.

evolución económica, por lo que las presiones bajistas sobre la inflación se habrían sobrestimado. Por ejemplo, tras la perturbación de los precios del petróleo a comienzos de la década de los 70, el impacto negativo del encarecimiento del petróleo sobre el producto potencial de las economías avanzadas bien pudo haberse subestimado, llevando a que se hiciera otro tanto con las presiones inflacionistas.

Además, los costes laborales aún siguen creciendo

En tercer lugar, la reciente evolución salarial no es indicativa de que la relación entre salarios y precios haya evolucionado a la baja, al menos en las economías del G-3. Los costes laborales unitarios, por ejemplo, aumentaron en el cuarto trimestre de 2008 un 4,8% interanual en la zona del euro. En Estados Unidos, también han tendido a crecer más rápido en 2009 (2,2% en el



primer trimestre de 2009 desde el 1,6% en el cuarto trimestre de 2008). El aumento de los costes laborales unitarios podría, en parte, evidenciar una desaceleración cíclica de la productividad, así como el ajuste diferido del empleo a la caída del producto, pero también es probable que refleje el grado de flexibilidad salarial de una economía. Por ejemplo, en la zona del euro, la existencia de una cierta rigidez a la baja de los salarios nominales podría limitar la capacidad de las empresas para reducir los costes laborales.

Esas incertidumbres subrayan la importancia de las expectativas sobre la evolución de la inflación. Las expectativas de inflación a corto plazo de los hogares de las economías del G-3 han caído notablemente desde mediados de 2008, aunque a largo plazo han permanecido relativamente estables (véase el Gráfico IV.10). Un riesgo a la baja es la posibilidad de que un nuevo descenso brusco en las expectativas de inflación a corto plazo, junto con las dudas sobre la capacidad de las políticas para atajar la desaceleración, induzcan un aplazamiento del gasto de los hogares, lo que conllevaría una caída de la tasa de inflación superior a lo previsto o incluso un periodo sostenido de precios a la baja. En cambio, si los agentes basaran sus decisiones de gasto en las expectativas más estables de inflación a largo plazo, el riesgo de deflación se reduciría considerablemente. Además, existe un peligro de aumento de las expectativas de inflación a largo plazo si los agentes privados percibiesen que la deuda pública sería insostenible sin un repunte de la inflación que la aligere⁷.

Protagonismo de las expectativas de inflación

Resumen

La crisis financiera internacional ha provocado una recesión sin precedentes agravada por rápidas caídas de los flujos comerciales, fuertes recortes del empleo y una masiva pérdida de confianza. La profundidad y la duración de esta desaceleración aún no están claras. En los países industriales han aparecido indicios de moderación de la rápida caída del gasto observada a partir del cuarto trimestre de 2008. Sin embargo, una recuperación intensa y sostenida en esos países parece difícil, dados los intentos de hogares y entidades financieras por recomponer sus balances. Con todo, los cuantiosos estímulos fiscales y la excepcional relajación de las políticas monetarias en numerosos países deberían ayudar a poner fin a la actual contracción. A corto plazo, las autoridades deberán centrarse en asegurar una recuperación sostenida. A medio plazo, sin embargo, tendrán que garantizar un reajuste suficiente de las políticas que permita mantener bien anclada la estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo.

⁷ Véase H. Hannoun, «Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off?», discurso pronunciado en la 44 Conferencia de Gobernadores de SEACEN, Kuala Lumpur, 7 de febrero de 2009.