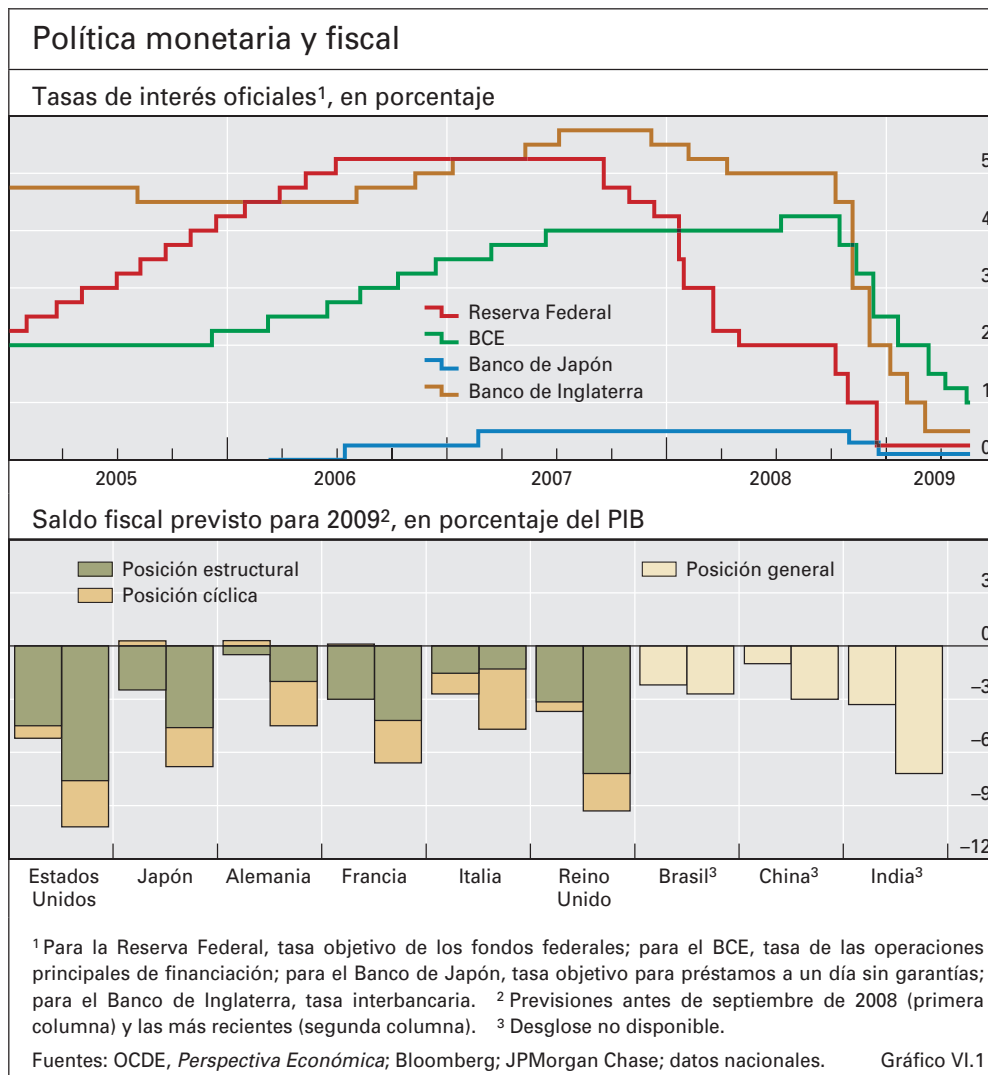


VI. Políticas frente a la crisis

El agravamiento de la crisis financiera internacional durante su tercera etapa (septiembre–octubre de 2008) y la brusca desaceleración de la economía mundial en la cuarta etapa (véase en el Cuadro I.1 resumen de las etapas de la crisis) indujeron una respuesta sin precedentes de las autoridades económicas. Los bancos centrales de todo el mundo redujeron agresivamente sus tasas de interés oficiales, en muchos casos hasta niveles cercanos a cero (véase el panel superior del Gráfico VI.1). En circunstancias normales, este recorte habría generado un potente estímulo sobre la actividad económica, pero las disfunciones del sistema financiero menoscabaron seriamente su impacto. Así pues, los principales bancos centrales decidieron adoptar medidas



adicionales. Al mismo tiempo, una primera oleada de rescates bancarios anunciada en el último trimestre de 2008 se reveló insuficiente para estabilizar el sistema financiero, obligando más tarde a las autoridades a modificar sus términos y ampliar su alcance. Hacia finales de 2008, cada vez era más patente que ni la política monetaria ni los paquetes de rescate bastarían para evitar una drástica contracción de la economía real. Los gobiernos respondieron con cuantiosos estímulos fiscales destinados a sostener la demanda agregada (véase el Gráfico VI.1, panel inferior).

El excepcional deterioro de las perspectivas económicas a finales de 2008 y comienzos de 2009 requería sin duda medidas extraordinarias, examinadas en detalle en las tres siguientes secciones de este Capítulo. En el momento de redactar este Informe, se mantiene la incógnita de si esos planes lograrán inducir una recuperación sostenida. Las principales dudas, expuestas en la última sección, penden de los limitados avances para resolver los problemas subyacentes en el sector financiero y de los riesgos asociados a las políticas fiscales y monetarias expansivas instrumentadas durante el periodo analizado.

Política monetaria

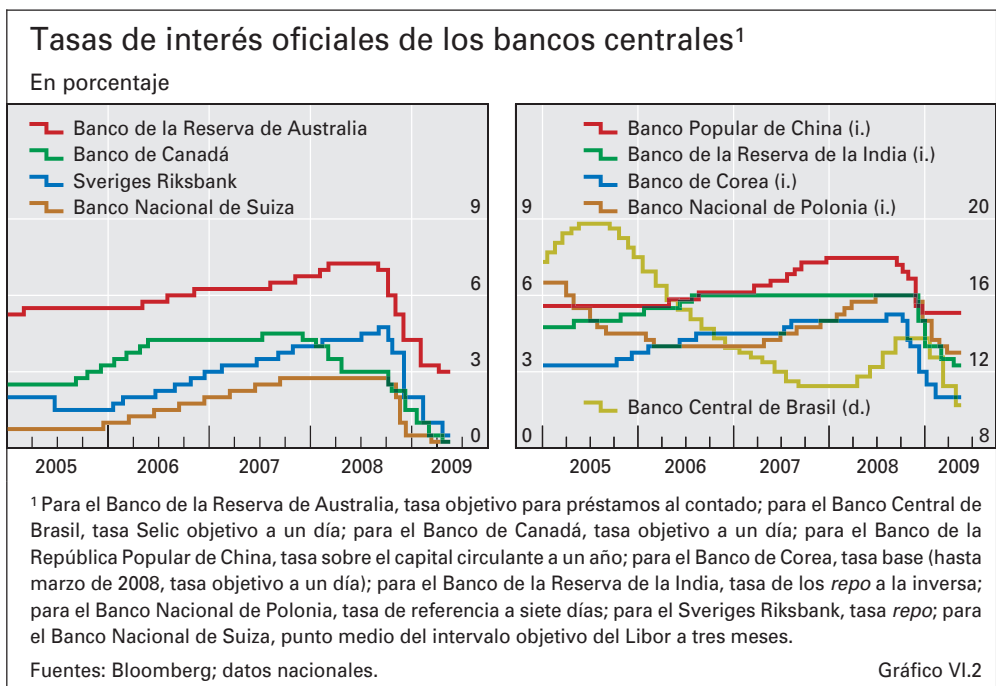
A mediados de 2008, en un entorno de convulsiones financieras, los bancos centrales tuvieron que encarar el doble problema de la desaceleración del crecimiento del PIB y una inflación persistentemente elevada. La profundidad de la desaceleración y su calendario variaron de un país a otro. El crecimiento en las principales economías avanzadas había sido relativamente intenso a comienzos de 2008, pero hacia mediados de año se tornó negativo (véase el Capítulo IV). Las economías de mercado emergentes mantuvieron un sólido crecimiento pese a que los países de Asia oriental y Europa central orientados a la exportación mostraban ya síntomas de desaceleración antes de la crisis de confianza de septiembre y octubre (véase el Capítulo V). Por su parte, las tasas de inflación permanecían bastante por encima de los objetivos (implícitos o explícitos) en casi todo el mundo, debido al brusco encarecimiento de los alimentos y de la energía durante el primer semestre de 2008.

Encontrar la respuesta de política monetaria apropiada a este entorno resultó ser tarea ardua. En retrospectiva, puede apreciarse que las autoridades subestimaron el alcance de la desaceleración a mediados de 2008 y la fortaleza de los impulsos desinflacionistas resultantes. Aunque con el tiempo la desaceleración del crecimiento habría generado la holgura económica necesaria para estabilizar los precios, pocos bancos centrales esperaban una caída de la inflación antes de finales de 2009. Mientras tanto, existía el peligro real de que la persistencia de la inflación en cotas altas pudiera anclar las expectativas de inflación en niveles superiores, que a su vez potenciaran los mecanismos de transmisión desde los precios de los productos básicos hacia otros precios y los salarios. En consecuencia, los bancos centrales, tanto de las economías avanzadas como emergentes, mantuvieron constantes las tasas de interés o las elevaron.

La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre, seguida de semanas de tensión extrema en los mercados de crédito, de amenazas crecientes para

La desaceleración del crecimiento y la elevada inflación a mediados de 2008...

... complicaron las decisiones de las autoridades



la estabilidad de importantes instituciones financieras y de una contracción acelerada de la actividad económica, marcó un punto de inflexión en la economía mundial y en la política monetaria. El 8 de octubre tuvo lugar, por vez primera en la historia, una ronda de medidas coordinadas sobre tasas de interés con el anuncio simultáneo por seis destacados bancos centrales de rebajas en sus tasas oficiales. A ellos se sumaron otros bancos centrales en todo el mundo, que comenzaron a recortar con rapidez sus tasas de interés oficiales (véanse el Gráfico VI.1, panel superior, y el Gráfico VI.2). Las caídas generalizadas del producto y de la inflación en el cuarto trimestre de 2008 y principios de 2009 fueron muy superiores a las que apuntaban los riesgos para el crecimiento identificados sólo unos meses antes. A finales de mayo de 2009, las tasas de interés oficiales de la Reserva Federal, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional Suizo se acercaban a cero. El Banco Central Europeo redujo en 3,25 puntos porcentuales su principal tasa de interés oficial entre septiembre de 2008 y mayo de 2009, pero interrumpió el proceso mucho antes de alcanzar el límite inferior cero. Sin embargo, la abundante oferta de liquidez a partir de finales de 2008 impulsó las tasas a un día hasta niveles próximos a los de la facilidad de depósito del BCE, es decir, casi hasta cero. Los bancos centrales de numerosas economías de mercado emergentes también redujeron sus tasas de interés, aunque desde niveles mucho más elevados.

No todos los bancos centrales tuvieron margen de maniobra para recortar sus tasas de interés oficiales. En Hungría, Islandia y Rusia, la sostenida presión depreciatoria de sus monedas obligó a sus bancos centrales a endurecer la política monetaria a finales de 2008, pese a la caída de la inflación y la desaceleración de la actividad, aunque en meses posteriores comenzaron a reducir sus tasas de interés oficiales.

Pese a la rapidez y elevada cuantía de los recortes de las tasas de interés oficiales tras la quiebra de Lehman Brothers, las medidas sobre las tasas de

Fuertes recortes de las tasas de interés oficiales tras la quiebra de Lehman

La sostenida presión a la baja sobre sus monedas limitó el margen de maniobra de algunas economías

Las disfunciones del sistema financiero...

interés comenzaron a revelar sus limitaciones en numerosos países. Las tensiones en los mercados financieros y las mayores primas por riesgo de crédito y de liquidez (véase el Capítulo II) distorsionaron el mecanismo de transmisión. Así, por ejemplo, pese a las pronunciadas caídas de las tasas de interés oficiales, los rendimientos de la deuda corporativa se incrementaron. Por lo general, los bancos trasladaron a sus clientes la reducción de sus costos de financiación, pero endurecieron sustancialmente los criterios de concesión de crédito, anulando así el impacto de los recortes de las tasas de interés oficiales sobre las condiciones financieras agregadas (véase el Capítulo IV).

... y el límite inferior cero condicionaron la eficacia de las medidas sobre las tasas de interés

Conforme las tasas de interés oficiales alcanzaban niveles históricamente bajos en diversos países, el límite inferior cero se convirtió en una restricción efectiva que imposibilitó el seguimiento de reglas de política monetaria que exigían tasas de interés nominales negativas en muchas economías avanzadas ante la ampliación de las brechas del producto y la desaceleración de la inflación. Además, una serie de consideraciones provocaron la interrupción del proceso de relajación de la política monetaria una vez que las tasas de interés oficiales alcanzaron niveles ligeramente por encima de cero. Dado que las tasas de interés de los depósitos bancarios suelen situarse por debajo de las tasas del mercado monetario, las primeras podrían llegar a cero aun cuando las segundas continúen siendo positivas. En estas circunstancias, cualquier reducción adicional de las tasas de mercado puede no trasladarse a los hogares y las empresas, ya que los bancos necesitan mantener un margen entre las tasas de interés de sus depósitos y las de sus créditos para seguir siendo rentables. Del mismo modo, los fondos de inversión en activos del mercado monetario pueden dejar de ser rentables cuando las tasas de interés caen hasta un determinado nivel.

Ampliación del alcance de las políticas

Un marco general para evaluar las políticas de respuesta

En este contexto, numerosos bancos centrales adoptaron medidas adicionales para mejorar el funcionamiento de los mercados de crédito y suavizar las condiciones financieras. Dada la inusitada amplitud del abanico de iniciativas en muchos países, resulta práctico presentar un marco conceptual que permita examinar las diversas facetas de las respuestas de los bancos centrales.

Operaciones de gestión de la liquidez en situaciones normales...

En la actualidad los bancos centrales suelen ejecutar la política monetaria fijando objetivos para las tasas de interés a muy corto plazo. Este enfoque incluye dos componentes básicos: la señalización de la orientación deseada para la política a través del anuncio de una tasa de interés principal (la tasa oficial)¹, y las operaciones de gestión de la liquidez, definidas en sentido amplio para englobar diversos aspectos del marco operativo (plazo de vencimiento, precio y garantías aceptadas en las líneas de liquidez) que ayudan a mantener la orientación deseada influyendo sobre la correspondiente tasa de interés de mercado para que guarde consonancia con la tasa oficial. El diseño y la instrumentación de estas operaciones suelen ser minuciosos con el fin de

¹ La tasa de interés oficial puede ser una tasa efectivamente fijada por el banco central en sus operaciones, como la tasa mínima de puja del BCE, o simplemente un objetivo anunciado para una tasa de interés de mercado, como la tasa objetivo de los fondos federales de la Reserva Federal.

garantizar que influyen sólo sobre la tasa de mercado elegida como objetivo de política. Así pues, su función es de apoyo, sin alterar la orientación de la política monetaria ni contener información relevante sobre ella.

Sin embargo, además de sus efectos sobre la tasa de interés oficial, las operaciones de gestión de la liquidez pueden utilizarse de forma deliberada para influir sobre determinados componentes del mecanismo de transmisión monetaria, como por ejemplo precios de activos, rendimientos y condiciones de financiación. En este caso, su función deja de ser meramente pasiva para convertirse en parte integral de la orientación general de la política monetaria. Estas operaciones suelen conllevar modificaciones sustanciales —en términos de tamaño, composición y perfil de riesgo— de los balances de los bancos centrales. En lo sucesivo se denotarán con la expresión *política de balance*.

... y en periodos de tensión

Las diversas modalidades de política de balance pueden distinguirse en función del mercado concreto sobre el que se desea influir. La modalidad más habitual y conocida es la intervención esterilizada en el mercado de divisas, que consiste en comprar o vender divisas para influir sobre el tipo de cambio sin afectar a la tasa de interés oficial que define la orientación de política monetaria. Durante la presente crisis, la política de balance también se ha utilizado para influir sobre las tasas de interés a plazo del mercado monetario, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo y diversos diferenciales de riesgo. Aunque la justificación, los mecanismos, los canales de influencia y las repercusiones sobre los balances son análogos a los de la intervención en el mercado de divisas, la *elección de mercado* es atípica y en algunos casos inédita. Es esta elección la que confiere el carácter «no convencional» a las medidas recientemente adoptadas por los bancos centrales, y no la estrategia general de intentar influir sobre determinados componentes del mecanismo de transmisión además de sobre la tasa de interés oficial.

La política de balance varía en función del mercado elegido...

Un rasgo importante de la política de balance es que puede instrumentarse *con independencia* del nivel imperante de la tasa de interés. Las intervenciones en los mercados cambiarios, por ejemplo, suelen llevarse a cabo de esta manera. Siempre que los bancos centrales puedan realizar operaciones compensatorias sobre las reservas bancarias, ni la ampliación de sus carteras de activos ni la alteración de su composición tendrían por qué menoscabar su capacidad para mantener las tasas de interés oficiales en torno al objetivo. De hecho, numerosos bancos centrales asiáticos que han intervenido activamente en los mercados de divisas en estos últimos años han podido alcanzar sus objetivos para las tasas de interés oficiales pese a la considerable expansión de sus balances.

... y puede instrumentarse con independencia del nivel de la tasa de interés

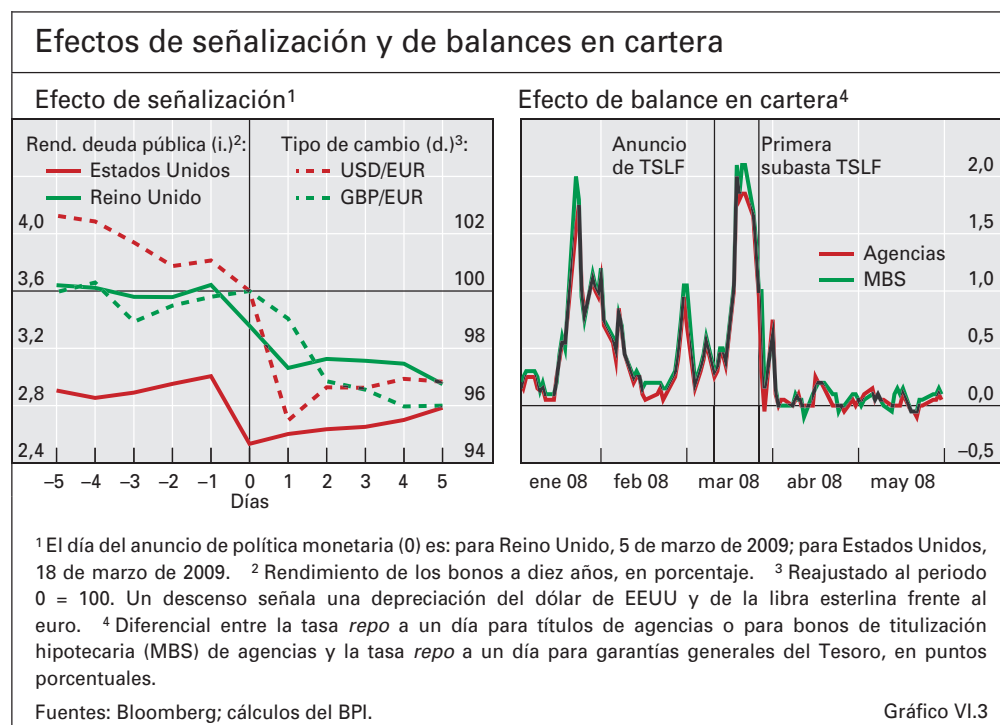
En principio, los efectos de la política de balance pueden transmitirse a través de dos importantes canales. El primero es un efecto de señalización, análogo al utilizado para alcanzar los objetivos sobre la tasa de interés a corto plazo. En este caso, las operaciones acometidas por el banco central o la forma en que se comunican influyen en las expectativas del público sobre factores clave para determinar la valoración de un activo en el mercado. Dichos factores incluyen expectativas sobre la evolución de la política monetaria, la inflación, la escasez relativa de diferentes activos o sus perfiles de riesgo y liquidez. Por ejemplo, el anuncio de que el banco central está dispuesto a realizar

La política de balance opera mediante efectos de señalización...

operaciones con activos ilíquidos podría, por sí solo, reforzar la confianza de los inversionistas en esos activos, reduciendo de ese modo la prima de liquidez y estimulando la negociación. El efecto de señalización puede ser muy marcado, como ilustra la pronunciada caída de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo y de los tipos de cambio en Estados Unidos y el Reino Unido al anunciar sus respectivos bancos centrales planes para la compra directa de títulos de deuda de sus gobiernos (véase el Gráfico VI.3, panel izquierdo, así como otros ejemplos en el Capítulo II).

El segundo canal —una versión ampliada del clásico efecto de equilibrio de cartera— consiste en el impacto de las operaciones del banco central sobre la composición de las carteras del sector privado. Cuando los activos son sustitutivos imperfectos entre sí, cualquier variación en la oferta relativa de los activos a raíz de las operaciones del banco central altera considerablemente la composición de las carteras. Para compensar esa alteración, los rendimientos relativos de dichos activos tenderán a cambiar, lo cual podría afectar a la economía real. En la medida en que este proceso resulte en balances más saneados, garantías revalorizadas y un mayor patrimonio neto, podría ayudar a relajar las restricciones al crédito y a reducir las primas de la financiación externa, revitalizando así la intermediación en el sector privado. Por ejemplo, cuando se compra a los bancos activos de riesgo emitidos por el sector privado a cambio de activos libres de riesgo emitidos por el sector público, la mejora resultante en el perfil general de riesgo de estos bancos podría acentuar su predisposición y capacidad para prestar.

El efecto de equilibrio de cartera durante el presente episodio queda ilustrado por el impacto de la Facilidad de Préstamo de Valores a Plazo (TSLF) de la Reserva Federal sobre los diferenciales de la financiación obtenida mediante pactos de recompra (*repo*) entre operaciones realizadas con y sin



garantía de valores del Tesoro, lo que constituye un indicador de la escasez relativa de las dos modalidades de garantía. La eficacia de estas operaciones de préstamos de valores depende directamente de su influencia sobre la oferta relativa de garantías en el mercado. De este modo, el estrechamiento de los diferenciales de la financiación *repo* observado tras la puesta en marcha de la TSLF —y no en el momento de su anuncio— demuestra la influencia del efecto de equilibrio de cartera, que claramente difiere del efecto de señalización (véase el panel derecho del Gráfico VI.3).

En la actualidad se debate si la propia estructura del pasivo del banco central influye en la eficacia de la política de balance. Por ejemplo, la estrategia de relajación cuantitativa (término utilizado para referirse a las operaciones del Banco de Japón durante el periodo 2001–06) se basa en ampliar las reservas bancarias, que se contabilizan en el pasivo de la autoridad monetaria. En cambio, las operaciones de relajación crediticia instrumentadas por la Reserva Federal en el presente episodio se centran de lleno en la composición del activo del banco central y en su influencia sobre las condiciones crediticias en el sector privado. Desde el punto de vista de la estrategia de relajación cuantitativa, las reservas bancarias constituyen una variable especial, ya sea por su capacidad para actuar como catalizador del crédito bancario o por su contribución a la estabilidad y la confianza en los mercados. En cambio, la relajación crediticia no presta especial importancia a las reservas bancarias, considerando implícitamente que las diversas categorías de pasivo del banco central son sustitutivos muy próximos, no sólo entre sí, sino también de ciertas clases de deuda pública. Desde esta perspectiva, la eficacia no depende demasiado del modo en que se financia la política de balance, ya sea emitiendo deuda del banco central, emitiendo letras del Tesoro a corto plazo y depositando su producto en el banco central, o simplemente incrementando las reservas bancarias (que podrían devengar intereses). Evidentemente, los dos enfoques presentan también diferencias sustanciales en cuanto a la comunicación de las decisiones.

Relajación
cuantitativa y
relajación crediticia

Resumen de las respuestas de los bancos centrales

El marco conceptual precedente resulta útil para evaluar las respuestas dadas hasta ahora a la crisis por los bancos centrales. En concreto, las respuestas pueden dividirse en tres amplias categorías, con arreglo a su relación con los objetivos inmediatos (véase el Cuadro VI.1). La primera categoría comprende medidas para garantizar que la tasa de interés de mercado sea acorde a la tasa oficial, la segunda incluye iniciativas orientadas a aliviar tensiones en el mercado interbancario al por mayor, y la tercera aglutina respuestas encaminadas a estimular determinados mercados de crédito —en especial, los segmentos no bancarios— y a suavizar las condiciones financieras en general. Las dos últimas categorías forman parte de la política de balance, al incluir operaciones dirigidas a segmentos específicos del mecanismo de transmisión, más allá de la tradicional influencia sobre el objetivo de tasa de interés.

Los bancos
centrales adoptaron
tres tipos de
medidas:

Con respecto a la primera categoría, la instrumentación de los objetivos de tasas de interés básicamente implicó acomodar la mayor inestabilidad de la demanda de reservas bancarias mediante una oferta más flexible, en

operaciones para
garantizar que se
alcanza el objetivo
de tasa de interés;

Respuestas de los bancos centrales frente a la crisis								
Objetivo	Medidas adoptadas	Fed	BCE	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB
Ejecución de la de orientación oficial la política monetaria	Operaciones de ajuste excepcionales	✓	✓ ¹	✓	✓	✓	✓	✓
	Variación de los requerimientos de reservas mínimas obligatorias	✓ ²						
	Reducción de la banda de fluctuación de la tasa de interés a un día	✓ ³	✓	✓				
	Remuneración de reservas	✓			✓ ⁴			
	Aumento de depósitos del Tesoro	✓				✓		
	Depósitos o valores del banco central a corto plazo		✓	✓	✓		✓	✓
Influir en las condiciones del interbank market mercado interbancario	Modificación de la facilidad de ventanilla de descuento	✓ ⁵		✓				
	Operaciones a largo plazo excepcionales	✓	✓ ⁶	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliación de las garantías admisibles	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliación de las contrapartes	✓		✓	✓	✓	✓	
	Líneas de <i>swaps</i> de divisas entre bancos centrales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Introducción o relajación de las condiciones de préstamo de valores	✓		✓	✓	✓		
Influir en las condiciones del mercado de crédito y del sistema financiero en general	Redescuento/compra/aceptación en garantía de efectos comerciales (CP)	✓ ⁷		✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ¹⁰	✓ ¹¹	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de bonos de titulización de activos (ABS)	✓ ¹²	✓ ¹³	✓ ⁸			✓ ¹¹	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de títulos de deuda corporativa			✓ ⁸	✓ ¹⁴	✓ ¹⁰		✓
	Compra de títulos de deuda pública	✓ ¹⁵		✓ ⁸	✓ ¹⁶			
	Compra de otros títulos de deuda privada				✓ ¹⁷			✓ ¹⁸

Fed = Reserva Federal; BCE = Banco Central Europeo; BoE = Banco de Inglaterra; BoJ = Banco de Japón; BoC = Banco de Canadá; RBA = Banco de la Reserva de Australia; SNB = Banco Nacional de Suiza. ✓ = sí; espacio en blanco = no.

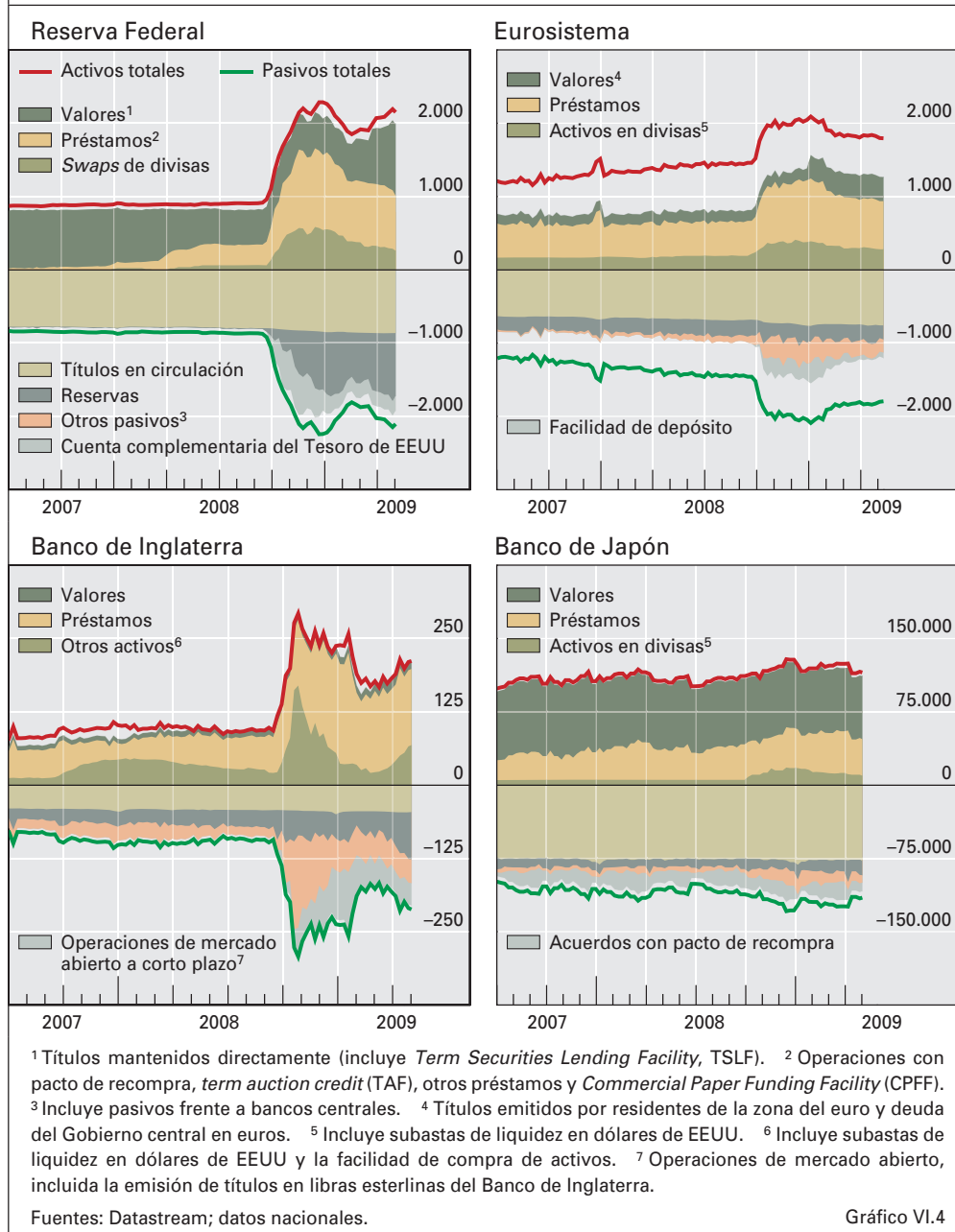
¹ Incluye el adelanto de reservas en el periodo de mantenimiento. ² Ampliación de la banda por encima del cual se remunerar las reservas. ³ Reducción de la tasa de redescuento frente a la tasa objetivo de los fondos federales. ⁴ Pago de intereses sobre las reservas por encima del coeficiente mínimo (*Complementary Deposit Facility*). ⁵ Reducción de la tasa y ampliación de plazo de la facilidad de descuento; autorización de la participación de *primary dealers* (*Primary Dealer Credit Facility*). ⁶ Incluye operaciones a tasa de interés fija con adjudicación plena. ⁷ Financiación de la compra de certificados de depósito a corto plazo, efectos comerciales (CP) y efectos comerciales titulizados (ABCP) (*Money Market Investor Funding Facility*, *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* y *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF)). ⁸ *Asset Purchase Facility*. ⁹ Aumento de la frecuencia y volumen de las operaciones *repo* con CP e introducción de la compra directa de CP. ¹⁰ *Term Purchase and Resale Agreement Facility for Private Sector Instruments*. ¹¹ Aceptación de ABCP y bonos de titulización de préstamos hipotecarios (RMBS) como colateral en operaciones *repo*. ¹² Financiación de la compra de bonos de titulización de activos (ABS) respaldados por préstamos a estudiantes, préstamos para la compra de automóviles, tarjetas de crédito y otras modalidades de crédito garantizado (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*). ¹³ Compra de bonos cubiertos. ¹⁴ Ampliación de la gama de títulos de deuda empresarial admisibles como garantía e introducción de una facilidad de préstamo garantizado por dichos títulos. ¹⁵ Compra de deuda del Tesoro, así como de deuda de las agencias semipúblicas vinculadas al sector de la vivienda y de MBS respaldados por ellas. ¹⁶ Compra de deuda pública japonesa para facilitar el buen funcionamiento del mercado monetario; no pretende influir en los precios de los bonos. ¹⁷ Compra de títulos de renta variable en manos de instituciones financieras. ¹⁸ Compra de títulos denominados en moneda extranjera.

Fuente: datos nacionales.

Cuadro VI.1

Activos y pasivos de los bancos centrales

En miles de millones de unidades de las respectivas monedas



términos tanto de volumen como de frecuencia. Con el fin de anclar las tasas de interés a corto plazo a su objetivo oficial, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal también redujeron la amplitud de la banda de fluctuación efectiva de las tasas de interés a un día modificando las tasas aplicadas a las facilidades permanentes para liquidación de operaciones al final de la jornada. Al mismo tiempo, los bancos centrales tuvieron que ampliar su capacidad para reabsorber el exceso de reservas con el fin de evitar que el aumento de sus operaciones impactara sobre las tasas de interés a un día. Como refleja la composición del pasivo de los bancos centrales, esa reabsorción se llevó a cabo de distintas formas (véase el Gráfico VI.4): el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional Suizo comenzaron a emitir certificados de tesorería propios, el

Recuadro VI.A: Coordinación de políticas entre bancos centrales durante la crisis

El intercambio de información entre autoridades monetarias es parte de su rutina diaria. Al compartir información sobre numerosos aspectos de sus marcos de política y análisis económicos, las medidas que adoptan ante desafíos comunes tienden a ser parecidas, si bien la coordinación explícita no es habitual. Además, y pese a que las intervenciones coordinadas para limitar las fluctuaciones de los tipos de cambio no han sido infrecuentes en el pasado, actualmente se utilizan poco, al menos entre bancos centrales de economías industriales.

Sin embargo, durante la actual crisis financiera, el grado de coordinación no ha tenido precedentes. En el presente recuadro se analizan sus causas.

Medidas coordinadas durante la crisis: liquidez y tasas de interés

Las iniciativas más coordinadas fueron las encaminadas a paliar la escasez de financiación en divisas en los mercados interbancarios, especialmente en dólares estadounidenses[®]. Las tensiones registradas durante la crisis en los mercados monetarios dificultaron enormemente a los bancos no estadounidenses la captación de fondos en esta moneda, como demuestran las distorsiones en los mercados de *swaps* de divisas y la ampliación de los diferenciales Libor-OIS (véanse los Capítulos II y III). Como respuesta, la Reserva Federal estableció líneas de *swaps* de divisas con diversos bancos centrales europeos a fin de aliviar la escasez de dólares estadounidenses en Europa. Tras la quiebra de Lehman, quedó clara la necesidad de abordar la creciente escasez de financiación en esta moneda al mismo tiempo y en todos los principales mercados, a raíz de lo cual se ampliaron tanto la cuantía como el ámbito geográfico de las líneas de *swaps* (véase el Cuadro VI.A). Posteriormente se establecieron acuerdos similares para paliar la escasez de euros y de francos suizos en Europa, mientras que en Asia se utilizaban líneas de *swaps* ya existentes para mitigar la falta de yenes.

Medidas coordinadas de los bancos centrales durante la crisis

	Dic. 07	Mar. 08	Sep. 08	Oct. 08	Nov. 08	Ene. 09	Feb. 09
Bancos centrales proveedores de liquidez (divisa)	Provisión de liquidez: Anuncio de líneas de <i>swaps</i> con los bancos centrales de:						
Reserva Federal (USD)	CH, XM	JP, GB, AU, CA, DK, NO, SE	BR, KR, MX, NZ, SG				
Banco Nacional de Suiza (CHF)			XM	PL	HU		
BCE (EUR)				DK, HU ¹	PL ¹		
Bancos centrales nórdicos ² (EUR)		IS					
Riksbank (SEK)							EE
	Tasas de interés: Rebaja conjunta de las tasas de interés por los bancos centrales de:						
				CA, XM, CH, SE, GB, US			

AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; DK = Dinamarca; EE = Estonia; GB = Reino Unido; HU = Hungría; IS = Islandia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NO = Noruega; NZ = Nueva Zelanda; PL = Polonia; SE = Suecia; SG = Singapur; US = Estados Unidos; XM = zona del euro.

En diciembre de 2008 el Banco de Japón amplió una línea de *swaps* JPY/KRW bilateral con el Banco de Corea. En abril de 2009, el BCE, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza anunciaron el establecimiento de líneas de *swaps* con el fin de proporcionar, en caso necesario, sus monedas locales a la Reserva Federal.

¹ Instrumentada a través de acuerdos con pacto de recompra. ² En Dinamarca, Noruega y Suecia.

Fuente: datos nacionales.

Cuadro VI.A

Aunque las decisiones sobre tasas de interés no suelen coordinarse, el 8 de octubre de 2008 varios bancos centrales de economías industriales acordaron una rebaja, en una decisión conjunta sin precedentes.

¿Por qué se produjo la coordinación?

La provisión de liquidez en divisas mediante líneas de *swaps* presentaba ventajas para ambas partes. Por ejemplo, al paliar la escasez de dólares estadounidenses para los bancos extranjeros, la Reserva Federal mejoraba su control de las tasas de interés pagadas por la financiación en dólares en los mercados monetarios, al tiempo que disminuía el riesgo de que las instituciones extranjeras liquidasen a cualquier precio activos denominados en esa moneda. Es evidente que la Reserva Federal ya ofrecía liquidez en dólares a las filiales estadounidenses de bancos extranjeros en el marco de sus operaciones locales, a través de diversos programas. Sin embargo, para ampliar la provisión directa de liquidez entre un mayor número de zonas horarias e instituciones tendría que haber establecido mecanismos adicionales de canalización del crédito, lo que supondría modificar los requisitos de aportación de garantías o evaluar el riesgo de crédito de las nuevas contrapartes. En cambio, las líneas de *swaps* de divisas entre bancos centrales permitían a la Reserva Federal utilizar la infraestructura existente de canalización del crédito desde el banco central extranjero hacia sus instituciones financieras nacionales, incluidos los mecanismos de liquidación y la supervisión de las contrapartes y de las garantías admisibles. Además, la canalización de fondos a través de la autoridad monetaria extranjera contribuía a alinear las operaciones de provisión de liquidez con las responsabilidades supervisoras de los bancos centrales extranjeros.

Desde el punto de vista de la autoridad monetaria extranjera, la escasez de financiación en divisas sufrida por sus contrapartes nacionales constituía una posible amenaza para la estabilidad de su sistema financiero. Podría haber movilizó sus reservas de divisas o utilizado moneda extranjera tomada en préstamo en el mercado, pero ambas estrategias presentan pocos atractivos durante una crisis si las reservas de divisas son limitadas o los mercados cambiarios se hallan distorsionados; de ahí el atractivo de tener acceso a una línea de *swaps* con otro banco central.

Por último, a las autoridades monetarias podría interesarles proyectar una imagen de cooperación durante una crisis mundial, con el fin de reforzar la confianza. De hecho, ésta es la explicación más convincente de las rebajas coordinadas de tasas de interés en octubre de 2008.

¿Funcionó?

Numerosos participantes en los mercados manifestaron que la ampliación de las facilidades *swap* había contribuido a mejorar las condiciones de la financiación a plazo²⁰. En realidad, la utilización efectiva de las líneas de *swaps* alcanzó su cénit a finales de octubre, disminuyendo después de forma gradual, sin que algunos bancos centrales llegaran a hacer uso de ellas. Las distorsiones en los mercados de *swaps* de divisas se moderaron, especialmente en los pares EUR/USD y CHF/USD, al tiempo que se estrechaban los diferenciales Libor-OIS. Pese a la adopción simultánea de muchas otras medidas, no resulta descabellado afirmar que parte de esas mejoras obedecieron al establecimiento de las líneas de *swaps* entre bancos centrales.

²⁰ Los detalles de las líneas de *swaps* establecidas durante la crisis por los bancos centrales se analizan en C. Ho y F-L. Michaud, «Medidas de los bancos centrales para aliviar la escasez de financiación en divisas», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2008, pp. 25-27. ²¹ Véase N. Baba y F. Packer, «From turmoil to crisis: dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers», documento presentado en la conferencia *The global financial crisis: causes, threats and opportunities*, Warwick, 6 de abril de 2009.

BCE y el Banco de la Reserva de Australia recurrieron de forma creciente a la aceptación de depósitos remunerados, y la Reserva Federal aceptó mayores volúmenes de depósitos del Tesoro y comenzó a pagar intereses por las reservas depositadas.

El segundo grupo de medidas, predominantes durante las dos primeras etapas de la crisis, se centraron en reducir los diferenciales a plazo en los mercados interbancarios, considerados un indicador de las tensiones en ese segmento fundamental del mercado. Este objetivo se persiguió de forma tanto directa, facilitando más financiación a plazo para compensar en parte la escasez de oferta en el mercado, como indirecta, facilitando una distribución

para aliviar tensiones en los mercados interbancarios mayoristas;

fluida de las reservas en el sistema y garantizando el acceso a la financiación del banco central. A este fin, se suavizaron las condiciones para la provisión de reservas mediante la relajación de los criterios sobre garantías admisibles y cobertura de contrapartes, la prolongación de los plazos de las operaciones de financiación y el establecimiento de líneas *swap* entre bancos centrales para aliviar principalmente las tensiones sobre la financiación en dólares en mercados no estadounidenses (así como tensiones en la obtención de financiación transfronteriza en algunas otras divisas; véanse el Recuadro VI.A y el Capítulo II). La expansión de los balances de los principales bancos centrales durante este periodo respondió en buena medida a la utilización de esas líneas *swap* (véase el Gráfico VI.4)². Además, buscando mejorar las condiciones de financiación en el mercado monetario, numerosos bancos centrales iniciaron programas de préstamo (o suavizaron sus condiciones) de valores muy líquidos —normalmente deuda soberana— a cambio de valores con menor liquidez en el mercado.

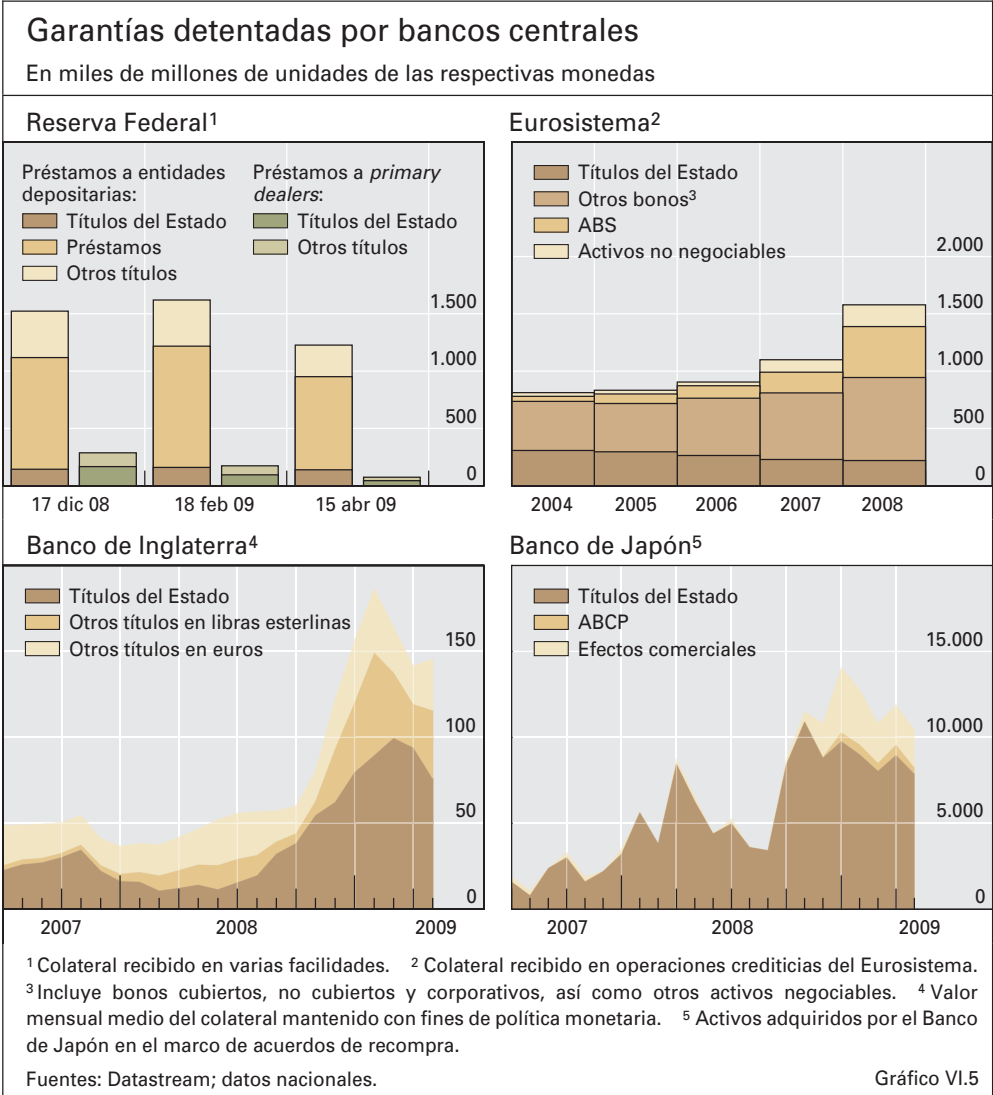
y para influir en los mercados de crédito y en las condiciones financieras generales

La tercera categoría de políticas de respuesta a la crisis, que se intensificó conforme aumentó la inestabilidad en los mercados financieros (etapas tercera a quinta de la crisis), se centró en paliar directamente el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito en el sector no bancario y en suavizar las condiciones financieras en general. Las principales medidas adoptadas fueron la provisión de fondos a entidades no bancarias para favorecer la liquidez y reducir los diferenciales de riesgo en determinados mercados —como los de pagarés de empresa, bonos de titulización de activos y deuda de empresas—, así como la compra directa de valores emitidos por el sector público para influir sobre los rendimientos de referencia en general. En un esfuerzo por atajar los riesgos deflacionistas y suavizar las condiciones monetarias generales, el Banco Nacional de Suiza decidió intervenir en el mercado de divisas para contener la presión alcista sobre el franco suizo.

La importancia de las operaciones varió por países

Como efecto secundario de todas estas medidas, el tamaño de los balances de los bancos centrales aumentó notablemente y su composición cambió sustancialmente (véase el Gráfico VI.4). Además, la importancia relativa concedida a los valores privados frente a los públicos, y a los mercados bancarios frente a los no bancarios, varió considerablemente según el país. La Reserva Federal se centró en los mercados crediticios no bancarios, así como en operaciones con valores del sector privado, como demuestran su recurso a la Facilidad de Financiación de Pagarés de Empresa (CPFF) y la Facilidad de Préstamo a Plazo de Bonos de Titulización de Activos (TSLF) (incluidas en la categoría «Préstamos» del panel superior izquierdo del Gráfico VI.4). En cambio, el Banco de Inglaterra, dentro de su Facilidad de Compras de Activos, dio inicialmente prioridad a la adquisición de deuda pública (incluida en «Otros activos» en el panel inferior izquierdo del Gráfico VI.4), mientras el BCE ponía el acento en la liquidez del sistema bancario con operaciones de financiación de adjudicación completa a interés fijo, con plazos de vencimiento

² El uso de las líneas *swap* aparece en el activo del balance de los bancos centrales, figurando en su pasivo como obligaciones en moneda nacional frente a bancos centrales extranjeros (siempre que éstos no hagan uso de la moneda extranjera obtenida mediante el *swap*).



de hasta 12 meses (incluidas en «Préstamos» en el panel superior derecho del Gráfico VI.4) y en las compras de bonos con garantía hipotecaria. El Banco de Japón, por su parte, realizó notables esfuerzos por mejorar las condiciones de financiación empresarial mediante diversas medidas relacionadas con efectos comerciales y deuda corporativa. Esta disparidad de énfasis refleja hasta cierto punto diferencias en las estructuras del sistema financiero. Por ejemplo, la intervención más directa en los mercados de crédito no bancario observada en Estados Unidos responde a las características de su sistema financiero, donde predominan los mercados, mientras que el mayor acento en las medidas de respaldo a los bancos en la zona del euro refleja el predominio de la intermediación bancaria en la región.

El mayor protagonismo cobrado por la política de balance ha comportado una creciente participación de los bancos centrales en el proceso de intermediación financiera y un aumento de su influencia sobre la oferta relativa de activos financieros emitidos por el sector público, subrayando la necesidad de una estrecha cooperación con la autoridad fiscal por dos motivos. En primer lugar, las cuantiosas adquisiciones de títulos del estado y el rápido incremento resultante de los pasivos del banco central afectan al perfil general

Necesidad de estrecha cooperación con la autoridad fiscal

de la deuda pública. Su efecto podría verse menoscabado por las operaciones de gestión de la deuda, especialmente debido a la mayor dimensión que suelen tener, a menos que los objetivos de ambos tipos de operaciones sean compatibles. En segundo lugar, los bancos centrales están asumiendo mayores riesgos de crédito y de mercado, como revela la mayor proporción de valores del sector privado aceptados como garantía en operaciones monetarias (véase el Gráfico VI.5). En consecuencia, se requiere una estrecha coordinación entre el banco central y el Gobierno para establecer mecanismos que garanticen la independencia operativa del banco central en caso de pérdidas.

El saneamiento del sistema financiero

Los gobiernos rescataron importantes instituciones financieras...

Las medidas adoptadas por los bancos centrales paliaron las necesidades de financiación inmediatas de las entidades bancarias en las dos primeras etapas de la crisis, pero las graves disfunciones de los mercados tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre pusieron en tela de juicio la solvencia de una serie de instituciones financieras de importancia sistémica (véanse los detalles en los Capítulos II y III). Dada la relevancia de dichas instituciones en el funcionamiento de la economía real, los gobiernos decidieron intervenir para evitar su colapso y restaurar la confianza en el sistema financiero. El diseño de las medidas de apoyo gubernamental respondió, en última instancia, a la necesidad de restablecer el flujo de crédito hacia hogares y empresas y de mantener el crecimiento de la economía real.

... pero no resolvieron el problema de los activos dañados de manera convincente

Las políticas de respuesta lograron evitar el colapso del sistema financiero y calmar los mercados, pero tuvieron menos éxito a la hora de solucionar de forma convincente el problema de los activos dañados en los balances bancarios. Este problema podría retrasar los ajustes necesarios para garantizar el funcionamiento eficaz y sostenible del sistema financiero, así como exponer al contribuyente a mayores pérdidas potenciales. En mayo de 2009 persistían las dudas sobre la solvencia a largo plazo de grandes bancos internacionales, al tiempo que la incertidumbre sobre las posibles pérdidas en sus carteras de préstamo y otras exposiciones crediticias dificultaba enormemente sus esfuerzos por captar capital privado.

Esta sección describe las principales características de los paquetes de rescate públicos y la reacción de los mercados, evalúa después la respuesta de las autoridades a la luz de la experiencia con las crisis nórdicas en los años 90 (véase el Recuadro VI.B) y concluye señalando ciertas inquietudes a largo plazo suscitadas por las intervenciones públicas.

Características de los paquetes de rescate públicos

Los gobiernos garantizaron depósitos, facilitaron la refinanciación de deudas y recapitalizaron bancos

Las medidas adoptadas *ad hoc* para rescatar a determinados bancos a finales de septiembre fueron seguidas en octubre por anuncios de rescates bancarios integrales por la mayoría de los gobiernos de las principales economías. Además, declararon que no permitirían la quiebra de ninguna institución de importancia sistémica. Los paquetes de rescate consistieron en medidas orientadas a reforzar la liquidez y la solvencia de determinadas instituciones y a mejorar el funcionamiento de los mercados financieros

Medidas especiales para estabilizar el sistema financiero ¹													
	AU	BR	CA	CH	DE	FR	GB	HK	IT	JP	KR	NL	US
Garantía de depósitos	✓			✓	✓		✓	✓	✓		✓		✓
Restricciones sobre ventas en corto	✓		✓		✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
Inyecciones de capital		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Avales de deuda	✓		✓		✓	✓ ²	✓		✓	✓	✓	✓	✓
Seguros de activos							✓					✓	✓
Compras de activos	✓		✓	✓	✓		✓			✓			✓
Nacionalización					✓		✓					✓	✓

AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; FR = Francia; GB = Reino Unido; HK = Hong Kong RAE; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; NL = Países Bajos; US = Estados Unidos. ✓ = sí; espacio en blanco = no.

¹ Hasta finales de abril de 2009. ² A través de la Société de financement de l'économie française.

Fuente: datos nacionales. Cuadro VI.2

(véase el Cuadro VI.2). Así como en las etapas previas de la crisis los bancos centrales habían ofrecido financiación a corto plazo a instituciones cualificadas, a partir de la tercera etapa los gobiernos facilitaron el acceso a fuentes de financiación más permanente garantizando depósitos y avalando emisiones de deuda. Además, abordaron la preocupación por la solvencia mediante la recapitalización de los bancos. En un intento por solucionar el problema de los activos dañados, compraron activos u ofrecieron cobertura frente a las pérdidas excepcionalmente elevadas de algunas carteras de instituciones clave. Como último recurso, nacionalizaron instituciones financieras insolventes para proteger a los depositantes y evitar el contagio, o bien adquirieron participaciones mayoritarias en su capital.

Al ofrecer mayor protección a depositantes y acreedores bancarios a través de garantías y avales, los gobiernos protegieron fuentes esenciales de financiación bancaria y facilitaron la refinanciación de deuda vencida (véase el Cuadro VI.2). Más de 20 países introdujeron garantías sobre depósitos minoristas y comerciales o elevaron su cuantía, reduciendo la probabilidad de pánicos bancarios. Los programas de avales públicos a la emisión de deuda permitieron a bancos cualificados emitir nueva deuda respaldada por un aval público explícito a cambio del pago de una comisión anual. Las colocaciones de deuda amparadas en esos programas fueron la principal fuente de emisión de bonos bancarios en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009.

La participación en programas de avales públicos a la emisión de deuda fue más lenta de lo esperado por el efecto disuasorio de sus condiciones y costos para los emisores. Los plazos de vencimiento disponibles variaron por países, normalmente entre tres y cinco años, con la mayoría de los bancos optando por emitir al mayor plazo admisible. El coste de los avales fue mayor para los bancos europeos que para los estadounidenses, pues en Estados Unidos se cargó una comisión fija a todos los emisores con independencia de su calificación crediticia, mientras en Europa la comisión se fijó en función de los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de emisiones previas, lo que encarecía el coste de los avales para los prestatarios de mayor riesgo. Esto redujo, en ciertos casos, el atractivo de los avales con respecto a

La garantía de los depósitos y los avales a la emisión de deuda protegieron fuentes de financiación esenciales

La participación en los programas de avales públicos fue más lenta de lo esperado...

Recuadro VI.B: Cómo resolver una crisis financiera: enseñanzas de los países nórdicos

Es una opinión generalizada que el tratamiento de las crisis bancarias de finales de los 80 y primeros 90 en Finlandia, Noruega y Suecia puede considerarse modélico[®]. Comparando dicho episodio con la crisis actual puede afirmarse que, si bien la naturaleza de los problemas subyacentes es bastante similar, sus diferentes formas de manifestarse han afectado enormemente al perfil temporal y al formato de las intervenciones oficiales. El presente recuadro pone de relieve dos principios básicos para la resolución de crisis bancarias extraídos del episodio nórdico y analiza el modo en que la disparidad de las circunstancias en ambos casos ha influido en el grado en que estos principios se han aplicado.

El principal objetivo del proceso de gestión y resolución de crisis consiste en minimizar la pérdida del PIB por las tensiones financieras. Actualmente, hay un consenso generalizado sobre los dos principios básicos que se consideran constitutivos de mejores prácticas en este ámbito. En primer lugar, debe procurarse el pronto reconocimiento de la naturaleza y la escala de los problemas bancarios, seguido de una rápida intervención, a fin de evitar un velado deterioro de la calidad de los activos subyacentes que podría incrementar los costos de resolución. En segundo lugar, deberá intervenir a fondo, mediante iniciativas de amplio espectro. Es decir, tras haber adoptado las medidas necesarias para estabilizar la situación, las autoridades deberán asegurarse del reconocimiento contable de las pérdidas, la liquidación de los activos problemáticos, la recapitalización del sistema y la eliminación de cualquier exceso de capacidad. Mediante el saneamiento de los balances y el fomento del ajuste, estas políticas deberían restaurar el buen funcionamiento del sistema financiero y su rentabilidad a largo plazo, sentando así las bases de una recuperación económica firme.

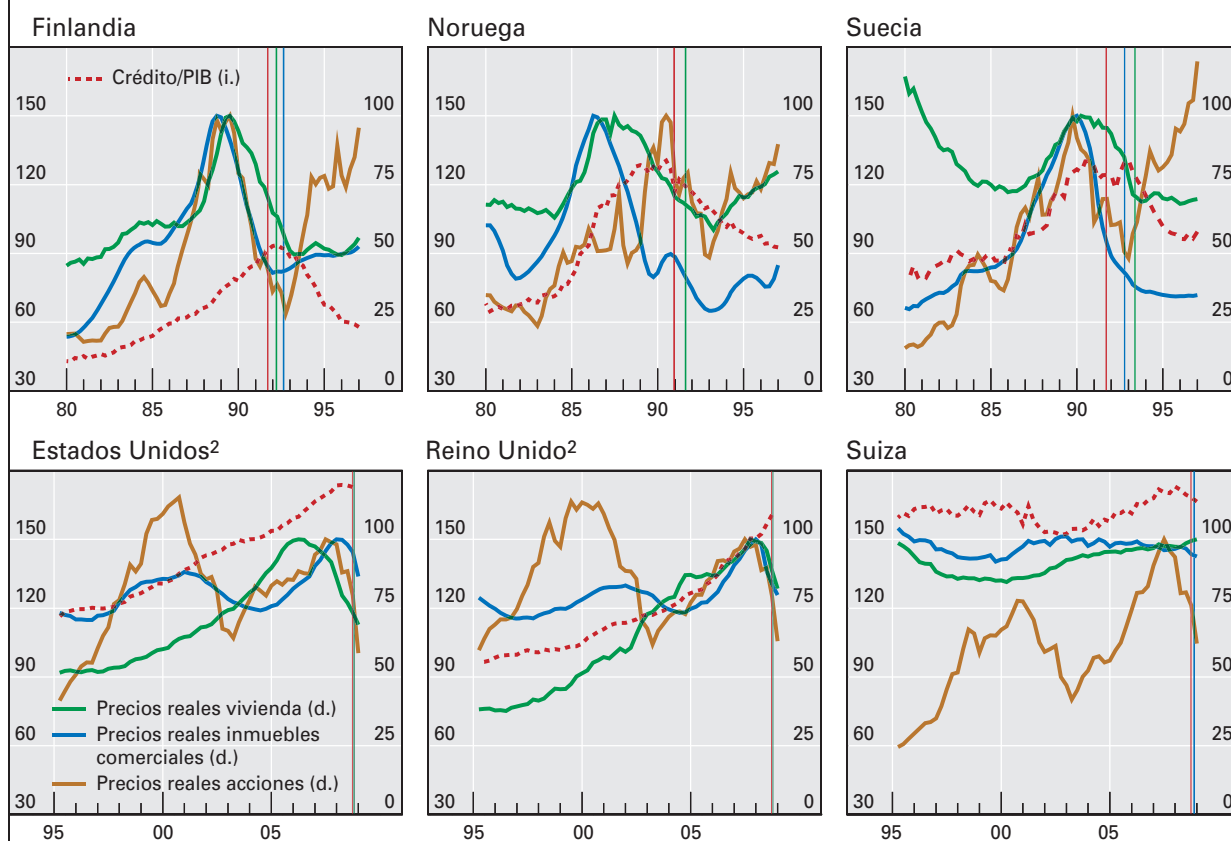
Las medidas concretas variarán en función de las circunstancias. En todo caso, debe existir voluntad política para comprometer fondos públicos, así como disponer de los medios necesarios para ejercer suficiente control sobre los intermediarios financieros, ya sea a través de un estricto condicionamiento de las ayudas o bien asumiendo la propiedad pública. Esas condiciones permiten que la responsabilidad recaiga sobre directivos y accionistas, evitan que las instituciones respaldadas disfruten de ventajas competitivas injustas, limitan el riesgo moral de «apostar por ser reflotados» y moderan los costes para el contribuyente. Por su parte, los directivos y accionistas actuales tienen incentivos para retrasar el reconocimiento de los problemas y esperar la obtención de las condiciones más ventajosas.

Las crisis nórdicas y la crisis actual se asemejan en un aspecto fundamental: ambas pueden considerarse el resultado del cambio de tendencia de un gigantesco ciclo «financiero», es decir, de crédito y de precios de los activos (véase el Gráfico VI.B). Las crisis fueron precedidas de un aumento prolongado y excepcionalmente rápido de la relación entre el crédito al sector privado y el PIB, acompañado de aumentos igualmente pronunciados de los precios de los activos, sobre todo inmobiliarios. De hecho, recientes investigaciones han mostrado que los indicadores prospectivos del ciclo económico basados en el auge del crédito y del precio de los activos permiten predecir estas crisis bancarias con bastante antelación[®].

Pese a la similitud de sus condiciones subyacentes, los dos episodios difieren notablemente en cuanto al momento de producirse los primeros eventos sistémicos y las intervenciones de política con respecto al ciclo financiero (véase el Gráfico VI.B). En las crisis nórdicas, las medidas de alcance general se adoptaron bastante después de que los precios de los inmuebles comenzaran a caer. En cambio, durante el presente episodio, la crisis apareció en un momento anterior de la fase descendente del ciclo, como ilustran las experiencias de Estados Unidos y el Reino Unido. Por otra parte, los bancos nórdicos se aproximaron más a una insolvencia contable; de hecho, la intervención de las autoridades estuvo en parte motivada por la necesidad de elevar el capital por encima de los requerimientos mínimos de Basilea I. Sin embargo, durante la crisis actual la mayoría de las instituciones han mantenido niveles de capital muy por encima de esos mínimos. En consecuencia, la gestión de esta crisis ha sido mejor que la del episodio nórdico en términos de celeridad de la intervención, el primer principio anteriormente citado.

En principio, la diferencia en las secuencias temporales de ambas crisis se explicaría en gran medida por las prácticas contables. La crisis actual surgió a consecuencia de la valoración a precios de mercado, ya que las primeras pérdidas afloraron en activos titulizados que se habían contabilizado con arreglo a su valor razonable; de hecho, gran parte de las pérdidas registradas han sido de esa naturaleza (véase el Cuadro III.2). Durante las crisis nórdicas, las pérdidas se produjeron

El ciclo financiero y las crisis bancarias¹



¹ Las series de precios de activos se normalizan por sus respectivos máximos dentro de un intervalo temporal en torno a cada crisis bancaria (para los países nórdicos, 1985–92; para los demás, 2004–09). Las líneas verticales indican los siguientes acontecimientos: rojo = primer evento sistémico (quiebra o rescate importante); azul = introducción de un sistema de avales para deuda; verde = programa integral de recapitalización bancaria. ² Introducción simultánea de un sistema de avales para deuda y de un programa integral de recapitalización bancaria.

Fuente: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VI.B

en activos contabilizados por su costo histórico (conforme al principio del devengo), tras declararse incobrables los préstamos. La contabilidad por el valor de mercado reconoce las pérdidas mucho antes que aquella que aplica el criterio del devengo, al no necesitarse un evento crediticio claro para activar el reconocimiento de pérdidas. En cuanto los agentes del mercado anticipan un impago, el precio del activo cae. Además, la creciente aversión al riesgo suele amplificar esa caída, que incluso puede verse agravada por una liquidación masiva de activos a cualquier precio.

Resulta paradójico que la mayor prontitud en reconocer las pérdidas y la mayor celeridad en las intervenciones hayan complicado en la práctica la gestión de la crisis con respecto al segundo principio, al dificultar que las autoridades apliquen el control necesario para sanear los balances. En la mayoría de los casos, las instituciones han sufrido daños como resultado de las pérdidas afloradas conforme al criterio del valor razonable, pero sin incurrir en insolvencias objetivas (véanse los Capítulos III y VI). Esta situación ha limitado las posibles opciones para las autoridades. Por ejemplo, en esas circunstancias es más complejo aplicar condiciones estrictas u obligar a una amortización contable del valor de los activos, y además crece el riesgo de vulnerar los derechos de propiedad de los accionistas. Más importante aún, las distorsiones para la financiación causadas por las pérdidas valoradas a precios de mercado podrían haber dificultado la interpretación de los problemas subyacentes. Durante bastante tiempo lo que en realidad era una incipiente crisis de solvencia tendió a considerarse como una mera crisis de liquidez (véase el Capítulo II). La opinión dominante sostenía que las profundas caídas de los precios de los activos serían temporales y que las inyecciones de liquidez de los bancos centrales podrían restaurar el funcionamiento de los mercados y la eficacia del proceso de intermediación. Sin embargo, si el ciclo crediticio siguiera una pauta similar a la de episodios anteriores de grave tensión bancaria, a las pérdidas derivadas de la

valoración a precios de mercado le seguiría un claro deterioro de las carteras de inversión crediticia de los bancos.

Mientras tanto, los esfuerzos de las autoridades corren el riesgo de centrarse más en sostener el crédito, los precios de los activos y la demanda agregada, que en fomentar el necesario ajuste de los balances bancarios. La resolución de las crisis nórdicas requirió el pleno reconocimiento de las pérdidas, la minoración del valor contable del capital y la reducción del tamaño de los balances y de las redes de sucursales de los bancos que recibieron apoyo con sujeción al cumplimiento de objetivos. A este fin, se condicionaron estrictamente las ayudas y los poderes públicos asumieron la propiedad de las entidades. La única excepción a este proceso fue la inyección de capital generalizada en Finlandia, en parte diseñada para restablecer condiciones de justa competencia entre las instituciones rescatadas y las demás, así como para reforzar su capacidad de financiación. En cambio, las condiciones incluidas en los recientes paquetes de ayuda no han pretendido, en general, promover el ajuste, habiendo incluso incorporado objetivos de financiación más elevados con el fin de estimular el crédito interno. El riesgo es que se retrase el asentamiento de las bases para una recuperación firme.

© Véase un análisis comparativo de la resolución de las crisis bancarias nórdicas en los Capítulos VII y VIII del *63º Informe Anual* del BPI, 1993. © La principal excepción a esta capacidad de predicción la constituyen los sistemas bancarios que durante la crisis actual sólo han sufrido problemas derivados de sus posiciones transfronterizas, como los de Alemania y Suiza. Véase C. Borio y M. Drehmann, «Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009.

la financiación a plazos más cortos a través de las facilidades de los bancos centrales.

... por la complejidad de los programas y por cuestiones operativas

La complejidad de los programas de avales y el diferente tratamiento entre jurisdicciones disuadieron a algunos inversionistas. La ponderación por riesgo de la deuda avalada por el sector público varía según el país, ya que en algunos casos se considera libre de riesgo a efectos de capital regulador, mientras que en otros conlleva un requerimiento de capital del 20%. Además, no todos los mercados aceptaban esa deuda avalada a efectos de garantía y la existencia de restricciones legales u operativas impedía que algunos inversionistas pudieran adquirirla.

Las inyecciones de capital público reforzaron la solvencia de los bancos

Los poderes públicos recapitalizaron los bancos con el fin de reducir su apalancamiento financiero y reforzar su solvencia. Mientras que el Tesoro británico utilizó acciones ordinarias, la mayoría de los gobiernos adquirieron valores híbridos —como acciones preferentes u obligaciones convertibles forzosamente— que combinan la estabilidad de los flujos de renta de los bonos con la posible revalorización de las acciones ordinarias³. Aunque los valores híbridos puedan computarse como recursos propios a efectos del cálculo del capital regulador, su limitada capacidad para absorber pérdidas no inspira mucha confianza a los agentes del mercado.

Los gobiernos adquirieron sobre todo acciones preferentes, con menos riesgo pero sin voto

Los gobiernos adquirieron mayoritariamente acciones preferentes, ya que limitan el riesgo de pérdida para el contribuyente, al tiempo que ofrecen una corriente de dividendos más atractiva que la de las acciones ordinarias. Pese a sus ventajas, las acciones preferentes tienen el inconveniente de que suelen carecer de derecho de voto en las juntas de accionistas, lo que limita la capacidad de sus tenedores para influir en la gestión. Las acciones preferentes

³ Las acciones preferentes suelen carecer de derecho a voto y tienen preferencia sobre las acciones ordinarias en el reparto de dividendo y en caso de quiebra. Las obligaciones convertibles son un tipo de bono que ofrece al inversionista la opción de canjearlo en el futuro por un determinado número de acciones ordinarias.

adquiridas por las autoridades estadounidenses ofrecían la posibilidad de revalorización del capital, al incluir *warrants* a 10 años que concedían al Gobierno la opción de comprar acciones ordinarias a un precio predeterminado. Resultó difícil comparar los costos y criterios de las inyecciones de capital en los distintos países, al no existir dos planes iguales.

Las inyecciones de capital público no fueron incondicionales. Numerosos países siguieron el ejemplo francés de exigir a los bancos respaldados por el Gobierno la concesión de nuevos préstamos en el mercado nacional con sus correspondientes requerimientos de información. Aunque en Estados Unidos y Alemania las inyecciones de capital en principio pusieron límites al pago de dividendos ordinarios, sólo el Reino Unido incluyó la prohibición explícita del reparto de dividendos ordinarios mientras las acciones preferentes del Gobierno siguieran en circulación. Sin embargo, el cumplimiento de algunas de las condiciones se reveló difícil, por su falta de precisión y la poca voluntad o capacidad para interferir en la gestión de los bancos. Por ejemplo, aunque numerosos paquetes de rescate incluyeron restricciones genéricas a la remuneración de los equipos directivos, las autoridades carecían de los votos, del apoyo de los Consejos de Administración de los bancos y de la base jurídica que habrían sido necesarios para bloquear los pagos.

Algunos gobiernos respaldaron instituciones financieras clave comprando activos problemáticos o asegurando pérdidas en determinadas carteras. El Banco Nacional de Suiza (SNB) compró a UBS activos derivados de hipotecas, colocándolos en un vehículo especial de inversión. La venta redujo el volumen de activos ponderados por riesgo de UBS, rebajando la cuantía de capital regulador que está obligado a mantener frente a posibles pérdidas. Aunque el SNB soporta el riesgo de pérdidas, también comparte los beneficios en caso de recuperación de los activos. Estados Unidos y Alemania también anunciaron planes de compra de activos, sin que a fecha de mayo hayan adoptado medidas al respecto.

Los gobiernos británico, estadounidense y holandés aseguraron los activos de los siguientes bancos: ING, RBS, Lloyds TSB, Bank of America y Citigroup. En el marco de este tipo de programas, el Gobierno asume parte de las pérdidas potenciales de una determinada cartera (normalmente, entre el 80% y el 90%) una vez que la entidad ha soportado un tramo inicial de las mismas (lo que se conoce como franquicia). A cambio, el banco paga al Gobierno una prima de seguro en función del grado de riesgo de la cartera. Al limitar las pérdidas potenciales para el banco, el seguro sobre sus activos reduce el capital que está obligado a mantener. Sin embargo, el Gobierno asumiría un elevado pasivo potencial si el valor de los activos se redujera sustancialmente.

En última instancia, los gobiernos de Estados Unidos, Irlanda, Islandia y el Reino Unido asumieron el control de varias instituciones financieras insolventes, para proteger a los depositantes y evitar el contagio a otras entidades financieras (véase el Capítulo II). Esta transferencia de control a los reguladores se produjo de forma directa (en los casos de las agencias semipúblicas estadounidenses y de los bancos islandeses) o mediante orden judicial (en los casos de Bradford & Bingley en el Reino Unido y de la entidad belga-holandesa Fortis). En ciertos casos, la compra de la mayoría o de la

Dificultad para cumplir las condiciones de las inyecciones de capital

Únicamente el Gobierno suizo compró activos bancarios...

... aunque los del Reino Unido, Estados Unidos y Países Bajos aseguraron los activos de algunos bancos

Los gobiernos tomaron el control de los bancos insolventes

totalidad de las acciones con derecho a voto (por ejemplo, en AIG y RBS) permitió la toma de control indirecta. En Estados Unidos, la toma de control por los reguladores ya tenía una base legal previa, pero Alemania y el Reino Unido hubieron de aprobar nueva legislación que facilitara esas medidas, pues en caso contrario los accionistas habrían podido bloquearlas. La incertidumbre sobre su solvencia y el riesgo de nacionalización asociado impidieron a algunas instituciones financieras captar recursos propios, al temer sus accionistas y acreedores una eventual dilución de su capital.

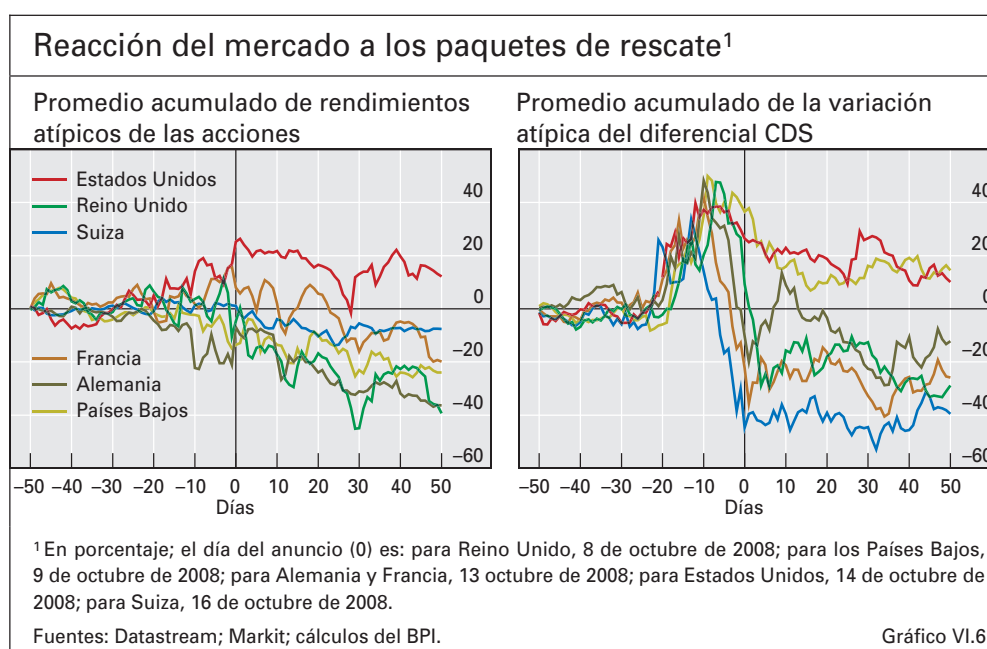
Reacciones del mercado ante los paquetes de rescate

Las intervenciones públicas no restablecieron la confianza a largo plazo...

Las intervenciones públicas a finales de septiembre y en octubre de 2008 evitaron la quiebra de importantes bancos y protegieron a los depositantes, pero no despejaron por completo las dudas sobre la solidez de las principales entidades bancarias internacionales. Por más que el respaldo público reconfortara a los acreedores, como demuestra el estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública y de los CDS, a la mayoría de los bancos aún les resultaba difícil o imposible captar nuevo capital de los inversionistas privados (véase también el Capítulo II). En consecuencia, algunos gobiernos tuvieron que realizar múltiples inyecciones de capital en determinados bancos entre noviembre de 2008 y mayo de 2009.

... como demuestra la caída de las cotizaciones

El optimismo inicial ante el anuncio de los paquetes de rescate en octubre se manifestó en una apreciación de las acciones bancarias, a la que siguió una caída en meses posteriores que indicaba que los accionistas ordinarios aguardaban más pérdidas. Por su diseño, las medidas de rescate no ofrecían protección a los partícipes en el capital, anticipándose una moderada depreciación de las acciones bancarias por su efecto dilutivo sobre las participaciones accionariales previas (véase el Gráfico VI.6, panel izquierdo). En los seis países analizados, la reacción de las acciones bancarias a las inyecciones de capital fue relativamente peor que la del conjunto del mercado.



La caída fue mayor en el Reino Unido por la prohibición de repartir dividendos sobre las acciones ordinarias. Además, las acciones de los bancos que recibieron inyecciones de capital público también fueron batidas por las que no contaban con respaldo gubernamental.

Los acreedores tuvieron una opinión más positiva de las medidas públicas a juzgar por el estrechamiento de los diferenciales de los CDS de bancos de distintas nacionalidades (véase el Gráfico VI.6, panel derecho). Al elevar las ayudas públicas el coeficiente de capital de las entidades bancarias y proporcionar un canal de refinanciación para la deuda acumulada, redujeron la probabilidad de impago, presionando a la baja sobre las primas de los CDS en general. Los diferenciales de rendimiento de la deuda preferente y subordinada de los bancos también se estrecharon respecto a la deuda pública subyacente de referencia. Todos estos signos favorables no impidieron que algunos bancos siguieran dando muestras de tensión y que los diferenciales de rendimiento mantuvieran su amplitud. El nivel relativamente alto de los diferenciales de la deuda bancaria emitida con algún tipo de garantía pública sugiere que los acreedores albergaban dudas sobre la situación financiera de los bancos y sobre la credibilidad de las declaraciones oficiales desmintiendo la posibilidad de quiebra de instituciones de importancia sistémica.

Los acreedores vieron con mejores ojos las ayudas públicas...

... pero los diferenciales de rendimiento mantuvieron su amplitud

Evaluación de las políticas de respuesta

En líneas generales, es posible que las autoridades no hayan actuado con suficiente rapidez para eliminar los activos problemáticos de los balances de importantes bancos. La experiencia de los países nórdicos durante los años 90 demuestra que hay que solucionar este problema para poder reducir la incertidumbre, restablecer la confianza de forma duradera y sentar las bases de un sistema financiero eficiente (véase el Recuadro VI.B). A pesar de estas enseñanzas, las medidas hasta ahora adoptadas se han centrado de forma prioritaria en aportar avales e inyectar capital subvencionado. Al mismo tiempo, estas garantías y el seguro sobre los activos han expuesto al contribuyente a pérdidas potencialmente elevadas. La depuración de los activos problemáticos se ha visto frenada por la complejidad de los valores afectados, por las trabas jurídicas y, sobre todo, por la escasa voluntad política de comprometer fondos públicos en las labores de «limpieza». La falta de avances amenaza con prolongar la crisis y retrasar la recuperación, ya que las disfunciones del sistema financiero reducen la capacidad de las políticas monetarias y fiscales para estimular la economía.

Las autoridades intentan dar respuesta al problema de los activos bancarios problemáticos

La experiencia de Estados Unidos ilustra la falta de avances a la hora de depurar activos problemáticos de los balances bancarios y reconocer las pérdidas asociadas. En vez de acometer compras directas de activos dudosos, el Tesoro estadounidense presentó en marzo su Programa Público-Privado de Inversiones (PPIP) con el fin de valorar dichos activos y depurarlos mediante un mecanismo de subasta. Con arreglo a este plan, inversionistas cualificados del sector privado son invitados a pujar por activos inmobiliarios problemáticos de las carteras bancarias. Los ganadores reciben capital público complementario y financiación en condiciones atractivas sin necesidad de aportar garantías, asumiendo el Gobierno estadounidense cualquier pérdida superior al capital

invertido. La generosidad de las condiciones pretendía revalorizar los valores subyacentes, ofrecer incentivos suficientes al capital privado y atraer expertos en valoración y gestión de esos activos. A fecha de mayo de 2009, y pese a sus favorables condiciones, las perspectivas del PPIP resultaban inciertas.

Los reguladores estadounidenses realizaron pruebas de tensión a los 19 mayores bancos

Para reforzar la confianza en los bancos, en abril de 2009 los reguladores estadounidenses realizaron pruebas de tensión a 19 conglomerados bancarios para cerciorarse de que estaban suficientemente capitalizados, partiendo de una serie de supuestos sobre pérdidas en diferentes activos bancarios durante los dos años siguientes. Tras publicar los resultados a comienzos de mayo, los reguladores indicaron a 10 de los bancos examinados la necesidad de elevar su nivel de capital o mejorar su calidad incorporando más acciones ordinarias. Tras publicarse los resultados, varios bancos aprovecharon la menor incertidumbre y el mayor apetito por el riesgo que se produjeron como consecuencia para captar capital y emitir deuda. Aunque en el Reino Unido también se llevó a cabo un ejercicio similar, en el conjunto de la UE aún se debaten las ventajas de tal medida.

Conforme la crisis continúa, crecen las pérdidas en las carteras de préstamos y las insolvencias

Lo que parece claro es que el deterioro de la solvencia crediticia generará más pérdidas en las carteras de préstamos y otras exposiciones de los bancos al riesgo de impago (véase el Capítulo III). Aun así, éstos podrían tener incentivos para aplazar el reconocimiento de las pérdidas, amparados en normativas contables que confieren a los equipos directivos mayor discrecionalidad sobre el momento de realizar la amortización contable de sus activos. Aunque los contribuyentes no desearán exponerse a mayores pérdidas potenciales, es probable que algunas importantes instituciones financieras requieran más ayuda pública para facilitar los ajustes necesarios, restaurar la confianza en el sistema financiero y reanudar la concesión de crédito de forma sostenible.

Consideraciones a más largo plazo

Las medidas de apoyo público a los bancos suscitan una serie de inquietudes a más largo plazo.

Las respuestas a corto plazo podrían colisionar con los objetivos a medio plazo

En primer lugar, las autoridades deben tener presente la disyuntiva entre los objetivos a corto y medio plazo. Las medidas a corto plazo que retrasan el ajuste y estimulan la demanda agregada podrían no ser compatibles con la reducción a medio plazo del apalancamiento de los balances bancarios, necesaria para sentar las bases de un sistema financiero saneado y una recuperación firme.

El riesgo moral constituye una preocupación a más largo plazo

En segundo lugar, los rescates de bancos considerados demasiado grandes o interconectados para permitir su quiebra plantean cuestiones de riesgo moral. Al percibirse la necesidad de evitar la quiebra de instituciones financieras importantes tras el episodio de Lehman, se aceptó el riesgo moral como un mal necesario. Sin embargo, al proteger a los acreedores y limitar las pérdidas de los accionistas, las intervenciones públicas amenazan con debilitar los incentivos de los inversionistas para vigilar el desempeño de los bancos en el futuro. Al mismo tiempo, altos directivos y operadores de mercado que inicialmente se vieron recompensados por sus decisiones en la toma de riesgo, podrían no ser responsabilizados como es debido por las pérdidas.

En tercer lugar, los paquetes de rescate y las ventas de bancos insolventes auspiciadas por los gobiernos podrían fomentar inadvertidamente el riesgo sistémico al crear instituciones financieras más grandes. En Estados Unidos, por ejemplo, el préstamo concedido por la Reserva Federal a JPMorgan Chase en marzo de 2008 facilitó la absorción de Bear Stearns. Más tarde, en septiembre del mismo año, la FDIC patrocinó la venta a JPMorgan Chase de las filiales bancarias de Washington Mutual. En el Reino Unido, el Gobierno vendió el negocio minorista de Bradford & Bingley al Banco Santander, uno de los mayores bancos de la zona del euro por volumen de activos. En otros países también se ha observado este tipo de actuaciones. Según se analiza en el Capítulo VII, las instituciones financieras de gran dimensión plantean riesgos sistémicos desproporcionados.

Los rescates bancarios podrían fomentar el riesgo sistémico en el futuro

Por último, la descoordinación de las respuestas en los distintos países ha hecho temer posibles distorsiones para la competencia. En concreto, los paquetes de rescate de cada país establecen diferentes condiciones, coberturas y costos, de forma que algunos bancos han obtenido asistencia en términos más atractivos que sus competidores. A fin de evitar una excesiva distorsión de la competencia, la Comisión Europea examinó las medidas de rescate de los Estados miembros de la UE, si bien otros planes nacionales no se sometieron a tal examen. Esta falta de coordinación mundial podría impedir que la banca internacional compitiese en condiciones de igualdad. Además, los apoyos públicos explícitamente ligados a la concesión de crédito al mercado nacional podrían contribuir involuntariamente a que los bancos internacionales se retirasen de mercados extranjeros (véanse los Capítulos III y V).

La descoordinación de las respuestas en los distintos países distorsiona la competencia

Planes de política fiscal para estimular la demanda agregada

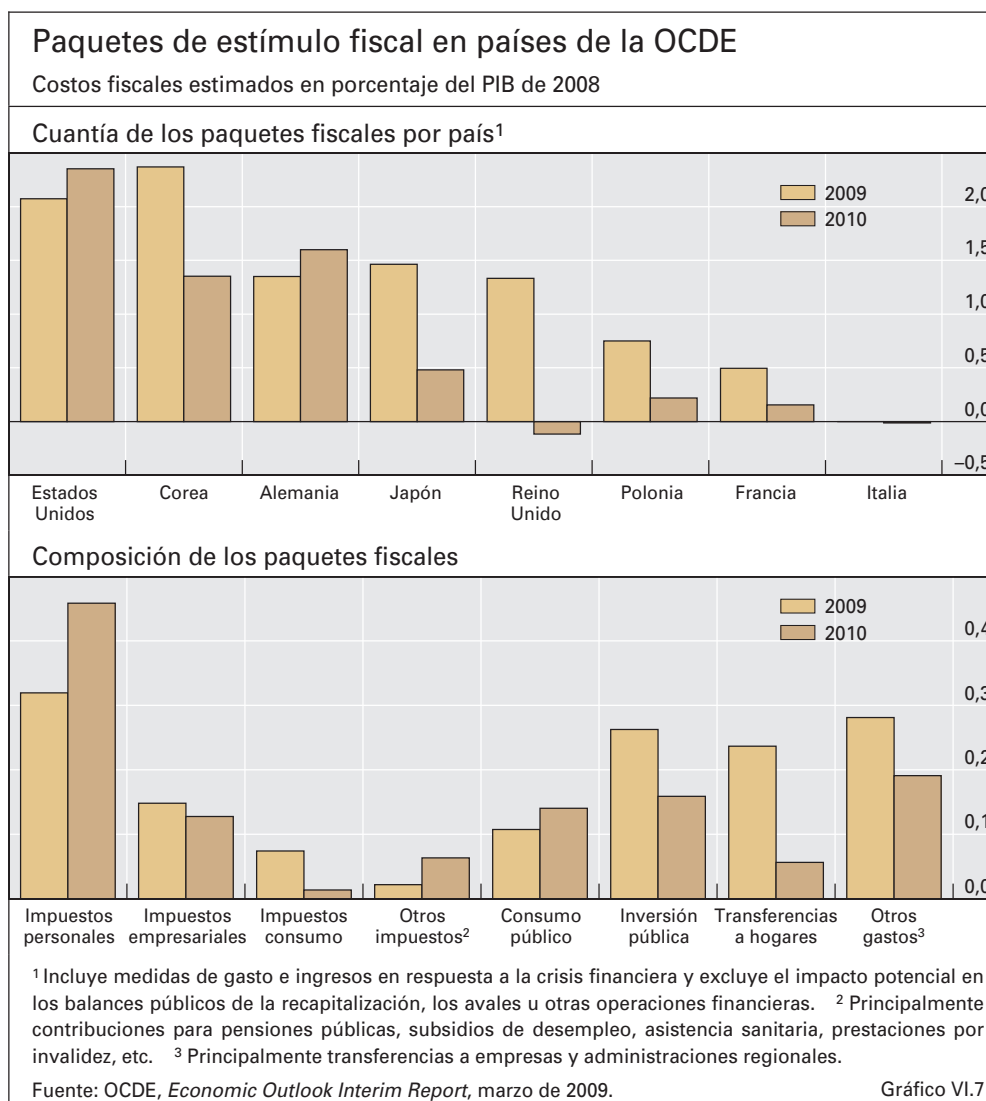
A finales de 2008, con la crisis adentrándose en su cuarta etapa, empezó a temerse que la política monetaria no pudiera impedir por sí sola una aguda contracción del producto. Del mismo modo, aunque los paquetes de recapitalización bancaria y los programas de garantías y avales públicos sin duda evitaron el colapso del sistema financiero, se los consideró insuficientes para impulsar la actividad económica en el futuro inmediato. En este contexto, las principales economías recurrieron a medidas fiscales para estimular la demanda agregada y moderar así la desaceleración. A fecha de mayo de 2009, casi todos los países de la OCDE y numerosas economías de mercado emergentes no pertenecientes a ella habían anunciado medidas de estímulo fiscal.

Medidas de política fiscal como último recurso

La cuantía de las medidas fiscales anunciadas varió enormemente entre países. En el grupo de economías de la OCDE, el mayor importe correspondió a Estados Unidos, con un coste presupuestario estimado muy superior al 2% del PIB, tanto en 2009 como en 2010 (véase el Gráfico VI.7, panel superior)⁴. El tamaño relativo de las medidas no guarda relación con la gravedad de

La cuantía de las medidas fiscales refleja el predominio de los estabilizadores automáticos

⁴ En relación con el PIB, la cuantía de algunos de los paquetes de estímulo fiscal anunciados en economías no pertenecientes a la OCDE fue incluso superior a la de Estados Unidos. En la práctica, sin embargo, el «nuevo» estímulo suele ser sustancialmente inferior al que sugieren las cifras publicitadas, ya que podrían incluir gastos ya comprometidos o pasivos contingentes. Estas partidas se excluyen de las cifras de la OCDE.



la desaceleración en los distintos países (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.8). La importancia relativa de los estabilizadores automáticos del gasto es una variable mucho más relevante, ya que explica alrededor de una quinta parte de las divergencias en la cuantía de los paquetes fiscales en los países miembros de la OCDE (véase el panel central del Gráfico VI.8).

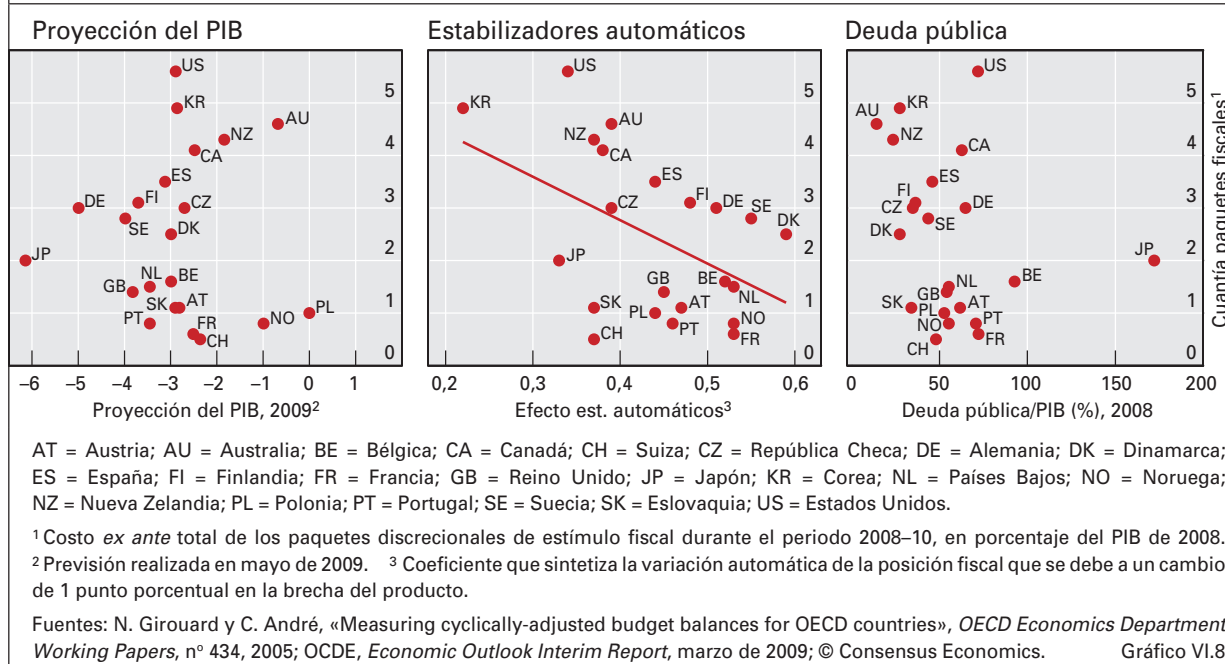
La importancia de los estabilizadores automáticos en muchas economías sugiere la conveniencia de no contemplar los paquetes discrecionales de forma aislada. Una medida más ajustada del estímulo agregado es la variación del resultado fiscal previsto a corto plazo en respuesta a la crisis, que incluye también los gastos (e ingresos) correspondientes a las medidas de rescate financieras, así como el descenso de la recaudación ante la caída de los precios de los activos. El impulso fiscal viene pues determinado por la suma de varios componentes, no de uno solo.

Se estima que los déficits presupuestarios superarán con creces los niveles anticipados antes del agravamiento de la crisis en septiembre. Las previsiones apuntan a un drástico incremento del déficit tanto estructural como cíclico (véase el Gráfico VI.1, panel inferior). En sus perspectivas

La variación del déficit como medida del estímulo fiscal

Drástico aumento de los déficits

Medidas discrecionales de estímulo fiscal: necesidades y oportunidades



de marzo de 2009, la OCDE pronosticó para Estados Unidos un déficit público del 10% del PIB para 2009, frente al 5% previsto a mediados de 2008. La política fiscal también adoptó un fuerte tono expansivo en Alemania, Francia, Japón y el Reino Unido. En Italia, el resultado fiscal estructural apenas sufrió cambios en ausencia de medidas discrecionales considerables, mientras los estabilizadores automáticos incrementaban el déficit cíclico.

La capacidad de estímulo fiscal varía considerablemente por países. Las economías con alto endeudamiento público, abultado déficit presupuestario (incluso sin estímulos discrecionales) o cuantiosos pasivos implícitos disponen de menor margen de maniobra que las que gozan de unas finanzas públicas más saneadas. Sin embargo, esas limitaciones no parecen haber influido por ahora en la decisión de aplicar estímulos fiscales en las principales economías, como demuestra la ausencia de una correlación significativa entre el importe de los paquetes y el volumen de deuda pública en circulación en los países de la OCDE (véase el Gráfico VI.8, panel derecho). Además, los costos de financiación han disminuido en general pese al drástico aumento de los déficits presupuestarios (véase el Gráfico VI.9, panel inferior). No obstante, ha habido excepciones. Así, algunas economías más pequeñas con elevados déficits presupuestarios o gastos públicos a raíz de la crisis, como es el caso de Hungría, Irlanda e Islandia, encontraron serios problemas para colocar su deuda pública y se vieron obligadas a endurecer su política fiscal en las etapas tercera y cuarta de la crisis.

La composición de los estímulos fiscales difiere, aunque la mayoría incluye rebajas impositivas y aumentos del gasto público (véase el Gráfico VI.7, panel inferior). Los efectos de las rebajas impositivas sobre el producto suelen ser menores que los de las medidas dirigidas a los hogares de rentas bajas

Margen de maniobra limitado...

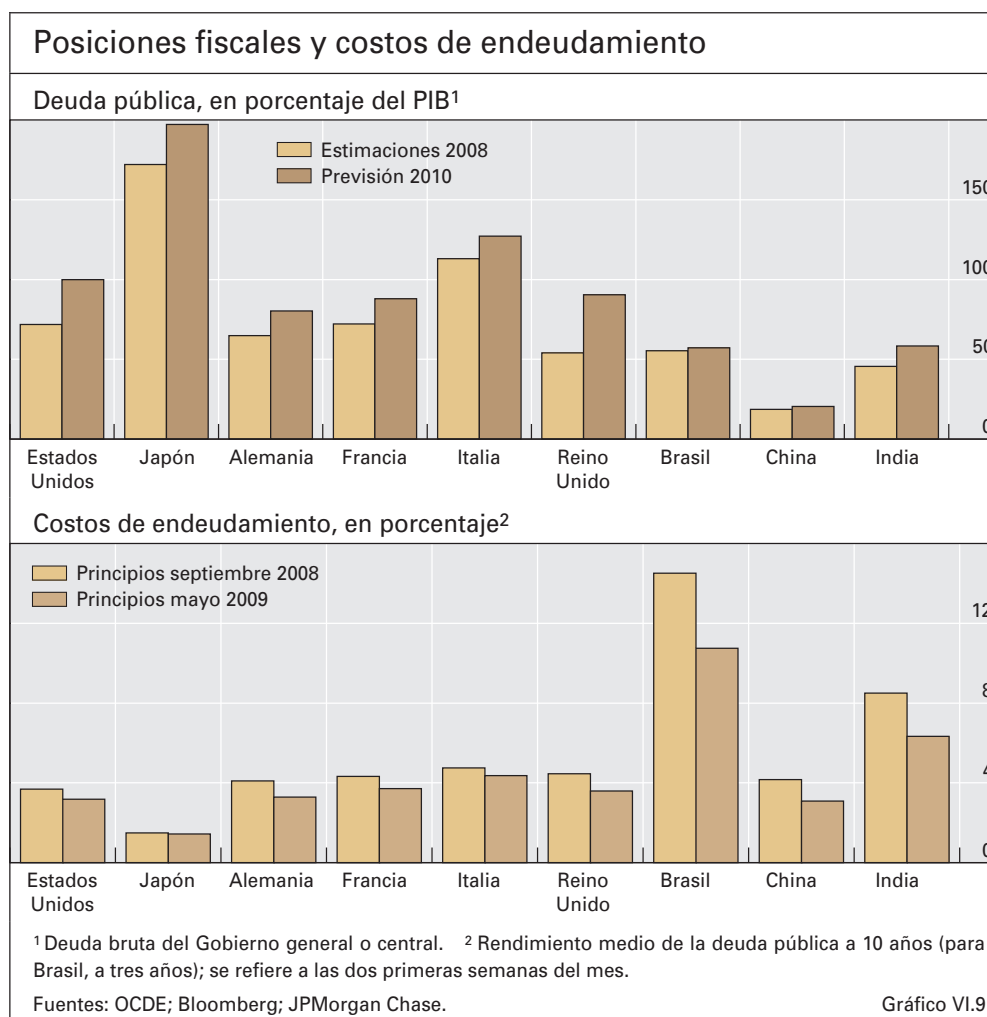
... sólo en las economías más pequeñas con situaciones fiscales menos favorables

La composición de los estímulos hace dudar de su eficacia

(y, presumiblemente, escaso ahorro). Aun así, las autoridades fiscales decidieron incluir dichos instrumentos en sus recientes paquetes de estímulo por varios motivos. En algunos casos la motivación fue política, pues resulta más fácil movilizar fuertes sumas si el gasto beneficia a un amplio espectro de contribuyentes. En otros casos las consideraciones fueron de índole económica, ya que las reducciones impositivas pueden aplicarse con relativa rapidez, mientras que los aumentos del gasto público suelen incorporar considerables retrasos. Además, las rebajas de los impuestos personales podrían facilitar el proceso de desapalancamiento de los hogares, acelerando así la recuperación futura, aun cuando sus efectos a corto plazo sobre el PIB sean pequeños.

Aunque el importe de los paquetes fiscales es indudablemente elevado medido por patrones históricos, la cuestión es si esas medidas serán eficaces. Al respecto, las estimaciones varían. Por ejemplo, basándose en el impacto medio observado en anteriores episodios, la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) estadounidense prevé que la Ley Federal de Recuperación y Reversión (ARRA), que incluye la mayoría de las medidas de estímulo fiscal, elevará el PIB entre 1,4 y 3,8 puntos porcentuales en 2009 y algo menos en 2010. La escasa precisión de esas proyecciones refleja la elevada dispersión

Incertidumbre sobre los multiplicadores fiscales



del tamaño de los multiplicadores fiscales estimados en estudios anteriores⁵. Sin embargo, no está claro que las estimaciones econométricas basadas en datos muestrales de periodos en los que los sistemas financieros funcionaban bien ofrezcan información útil sobre el impacto de los estímulos fiscales en la actual coyuntura. Por una parte, es probable que las tensiones financieras aumenten la proporción de hogares y empresas sin acceso al crédito, lo que podría llevarles a gastar un porcentaje mayor de su renta adicional. Por otra parte, la elevada incertidumbre existente podría inducir una reducción del endeudamiento o un mayor ahorro de hogares y empresas, moderando así el valor del multiplicador del gasto.

Riesgos

En el momento de redactar este Informe, persiste la incógnita de si el conjunto de políticas expansivas para dar respuesta a la fuerte contracción de la actividad económica a finales de 2008 y comienzos de 2009 logrará estabilizar la economía. En este sentido, preocupa especialmente el limitado progreso a la hora de solucionar los problemas subyacentes del sector financiero. La experiencia de los países nórdicos en los años 90 (véase el Recuadro VI.B) y otros episodios históricos sugieren que una recuperación sostenible requiere, como condición previa, que el sistema bancario asuma pérdidas, prescindiera de activos fallidos, elimine excesos de capacidad y reconstruya su base de capital. En la coyuntura actual, estas condiciones no se están cumpliendo. En consecuencia, existe un notable riesgo de que los estímulos actuales sólo conduzcan a un repunte temporal del crecimiento, seguido de un dilatado periodo de estancamiento. Además, un alivio transitorio podría dificultar a las autoridades la adopción de medidas necesarias, aunque impopulares, para restablecer la solvencia del sistema financiero, prolongando a la larga el periodo de bajo crecimiento.

Tal vez el mayor riesgo asociado a las políticas expansivas en el corto plazo sea la eventualidad de su abandono forzoso. La capacidad de las autoridades monetarias y fiscales de las principales economías para adoptar políticas expansivas ha sido relativamente ilimitada hasta ahora, pero esto podría acabarse. Un periodo dilatado de estancamiento económico podría minar la credibilidad de las políticas en vigor. La colocación de deuda pública podría tornarse complicada para los gobiernos si los participantes en el mercado anticiparan déficits estructurales persistentes en los próximos años. En esas circunstancias, los costos de financiación podrían dispararse, obligándoles a recortar sustancialmente el gasto o subir los impuestos. Por otra parte, las restricciones externas también podrían ser vinculantes en determinados países. Las presiones sobre la moneda nacional podrían exigir

La eficacia de las políticas expansivas...

... podría quedar mermada por un sistema financiero débil

Riesgo de reversión forzosa

⁵ Los modelos macroeconómicos estructurales con expectativas retrospectivas (*backward-looking*) suelen proporcionar multiplicadores superiores a 1, lo que significa que un desembolso fiscal de un dólar conlleva un aumento del PIB superior a un dólar. En cambio, los modelos con una orientación más prospectiva (*forward-looking*) y los estudios de casos sugieren multiplicadores generalmente inferiores a 1, ya que el mayor desembolso fiscal queda contrarrestado por un menor gasto en otros sectores de la economía.

a los bancos centrales, especialmente de economías pequeñas y abiertas, la aplicación de políticas más restrictivas de lo aconsejado por las condiciones económicas internas.

Transición hacia una nueva estructura económica

Otra serie de riesgos podrían presentarse en el medio plazo. Aunque el objetivo inmediato de las autoridades económicas ha sido paliar la intensa desaceleración de la economía, las políticas expansivas aplicadas a finales de 2008 y comienzos de 2009 también afectarán al proceso de transición hacia una estructura económica más sostenible, con menos apalancamiento y, por tanto, con un sector financiero más reducido. Aunque es conveniente adoptar medidas que suavicen este ajuste, la corrección de los desequilibrios identificados en el Capítulo I no puede aplazarse indefinidamente. La credibilidad de las autoridades pasa por reconocer este hecho.

El endurecimiento de las políticas no debería plantear problemas técnicos...

La economía acabará por recuperarse y será entonces cuando las políticas monetarias y fiscales expansivas deban revertirse. Este proceso es sencillo desde un punto de vista técnico. La venta de las voluminosas carteras de activos acumuladas por los bancos centrales desde la quiebra de Lehman llevará algún tiempo, pero eso no compromete su capacidad para reducir el estímulo monetario. Aun cuando no logran comprimir el tamaño de sus balances, podrían retirar liquidez mediante operaciones con pacto de recompra o emitiendo sus propios certificados de tesorería, o bien incentivando el mantenimiento de reservas por los bancos comerciales. Como se analizó antes, algunas de estas medidas ya se han utilizado durante la crisis para compensar, al menos en parte, la expansión de los balances de los bancos centrales. Revertir el estímulo fiscal también debería ser relativamente sencillo. Algunas de las medidas adoptadas tienen carácter transitorio, y se extinguirán llegado el momento a menos que se prorroguen. Otras iniciativas carecen de fecha de caducidad, pero podrían revertirse en el transcurso del proceso presupuestario ordinario.

... pero resulta difícil planificar el mejor momento para hacerlo

La ausencia de problemas técnicos considerables en el proceso de reversión de los estímulos monetarios y fiscales no significa que vaya a ser fácil adoptar políticas más restrictivas. En primer lugar, existe un problema temporal. Endurecer las políticas demasiado pronto podría truncar la recuperación, pero si se retrasase demasiado, podrían surgir presiones inflacionistas procedentes del estímulo en vigor, o bien contribuir a un nuevo ciclo de creciente apalancamiento y formación de burbujas en los precios de los activos. Identificar el momento preciso en el que aplicar el impulso restrictivo resulta difícil aun en el mejor de los casos, pero todavía más en la etapa actual. A este respecto, puede que las medidas convencionales basadas en la brecha del producto sean de escasa utilidad, al desconocerse en qué medida la problemática del sector financiero restará producto potencial en el futuro. El segundo problema importante es de índole política, ya que tanto los bancos centrales como los Tesoros probablemente deberán soportar fuertes presiones políticas para aplazar cualquier medida restrictiva.

Riesgo de estímulo fiscal excesivo

Aunque su eficacia sigue siendo una incógnita, las políticas expansivas adoptadas en 2008 y 2009 tendrán indudables consecuencias a largo plazo, en especial derivadas del elevado volumen de deuda pública que generarán. Aun

cuando las medidas de estímulo se reviertan con rapidez, los compromisos derivados de los paquetes de rescate financiero podrían afectar a las finanzas públicas durante los próximos años. Además, también es probable que los menores precios de los activos reduzcan la recaudación impositiva. El mayor volumen de deuda pública podría, a su vez, elevar las tasas de interés reales, desplazando así a la inversión privada. Volviendo al ejemplo del estímulo estadounidense, la CBO estima que a largo plazo reducirá el crecimiento futuro en un 0,2% del PIB anual. Así pues, el saneamiento de las finanzas públicas será la principal tarea de las autoridades económicas en años venideros.