

II. De la sala de urgencias a la unidad de cuidados intensivos: el año en retrospectiva

Los precios de los activos y la actividad económica se han recuperado desde los mínimos alcanzados durante la crisis financiera. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desató la caída libre de las cotizaciones en los mercados financieros. El desplome se interrumpió en marzo de 2009, cuando los precios de los activos de riesgo comenzaron a remontar, sustancialmente en algunos casos. La actividad económica mundial se estabilizó a mediados de ese año, para iniciar su expansión poco después. Los desequilibrios financieros latentes en la crisis han empezado a corregirse. Los bancos han iniciado un proceso de recomposición de sus balances y reducción de su apalancamiento, que sin embargo dista de haber finalizado. En algunos de los países más afectados por la crisis, también los hogares han empezado a reducir su endeudamiento, pero en mucha menor medida que tras crisis anteriores.

Así pues, la recuperación está en marcha, pero es frágil. Las inéditas políticas adoptadas en los tres últimos años han logrado evitar otra Gran Depresión, pero están llegando a su límite. Los déficits públicos se han disparado hasta el punto de cuestionar la sostenibilidad de las finanzas públicas (véase el Capítulo V). De hecho, el endeudamiento público ocupó el lugar del privado como principal preocupación de los inversionistas, como pusieron de manifiesto las turbulencias de los mercados financieros en el segundo trimestre de 2010. Diversos países han respondido anunciando medidas de consolidación presupuestaria.

En este entorno, la política monetaria se enfrenta a un dilema. Por una parte, un proceso prematuro de subida de las tasas de interés y de contracción de los sobredimensionados balances de los bancos centrales podría truncar la recuperación. Pero por la otra, un endurecimiento demasiado tardío podría demorar el necesario proceso de ajuste, lo que implicaría un sistema financiero menos estable a medio plazo (véase el Capítulo III).

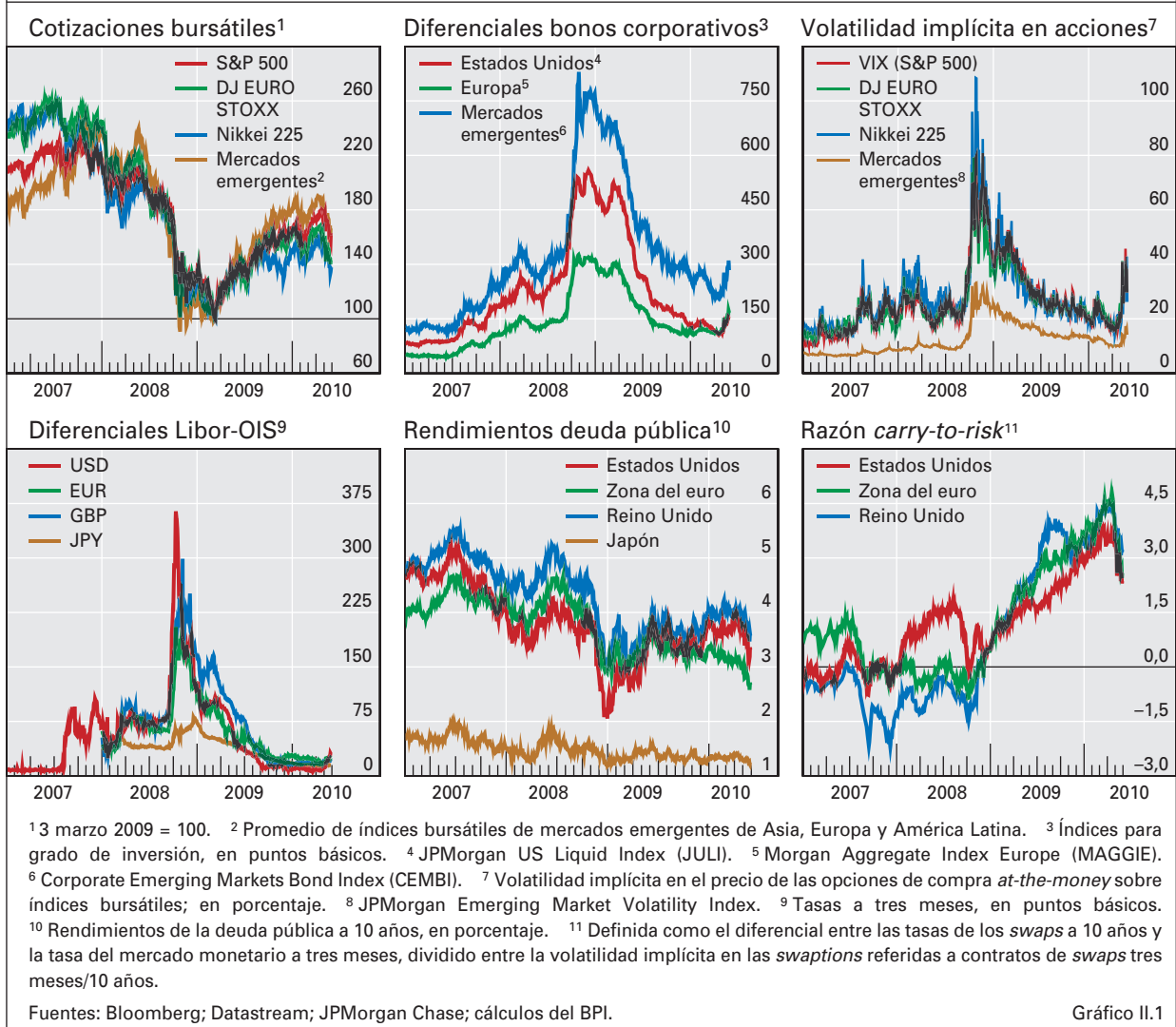
Recuperación incierta

Repunte de los mercados

La recuperación de los mercados financieros precedió al repunte de la actividad económica en las principales economías avanzadas. Los indicadores económicos clave siguieron en niveles deprimidos en el primer trimestre de 2009, pero los inversionistas centraron su atención en los síntomas incipientes de que las condiciones económicas podrían estabilizarse más pronto que tarde. Entre marzo de 2009 y abril de 2010, las bolsas de todo el mundo subieron con fuerza, aunque las cotizaciones se mantuvieron por debajo de sus máximos

Recuperación liderada por los mercados financieros

Precios de los activos



previos a la crisis (véase el Gráfico II.1). Los diferenciales de rendimiento se estrecharon hasta valores equiparables a su promedio de largo plazo, sus volatilidades implícitas cayeron hasta sus mínimos de mediados de 2007 y los rendimientos de la deuda pública, en especial la estadounidense, remontaron desde sus mínimos de finales de 2008. Conforme se relajaban las tensiones en los mercados monetarios y los bancos parecían más dispuestos a prestarse entre sí, el diferencial del Libor con la tasa de los *swaps* sobre índices a un día (OIS) se estrechó desde su máximo de finales de 2008.

Muchos de los mercados que se habían paralizado durante la crisis, aunque no todos, comenzaron a funcionar de nuevo. A finales de 2008, los avales públicos fomentaron la emisión de deuda de las instituciones financieras, seguida de emisiones no garantizadas en 2009. Las empresas no financieras colocaron más bonos en el primer semestre de 2009 que en los seis meses previos a la crisis, aunque este aumento podría haberse debido en parte a la escasez de financiación bancaria. De hecho, en las principales economías avanzadas, el crédito bancario al sector privado se estancó o incluso se contrajo,

y el mercado de titulizaciones continuó acusando debilidad. En Estados Unidos, por ejemplo, donde el grueso del crédito hipotecario se tituliza, persiste la atonía en la emisión de bonos de titulización hipotecaria (MBS) sin garantía del sector público.

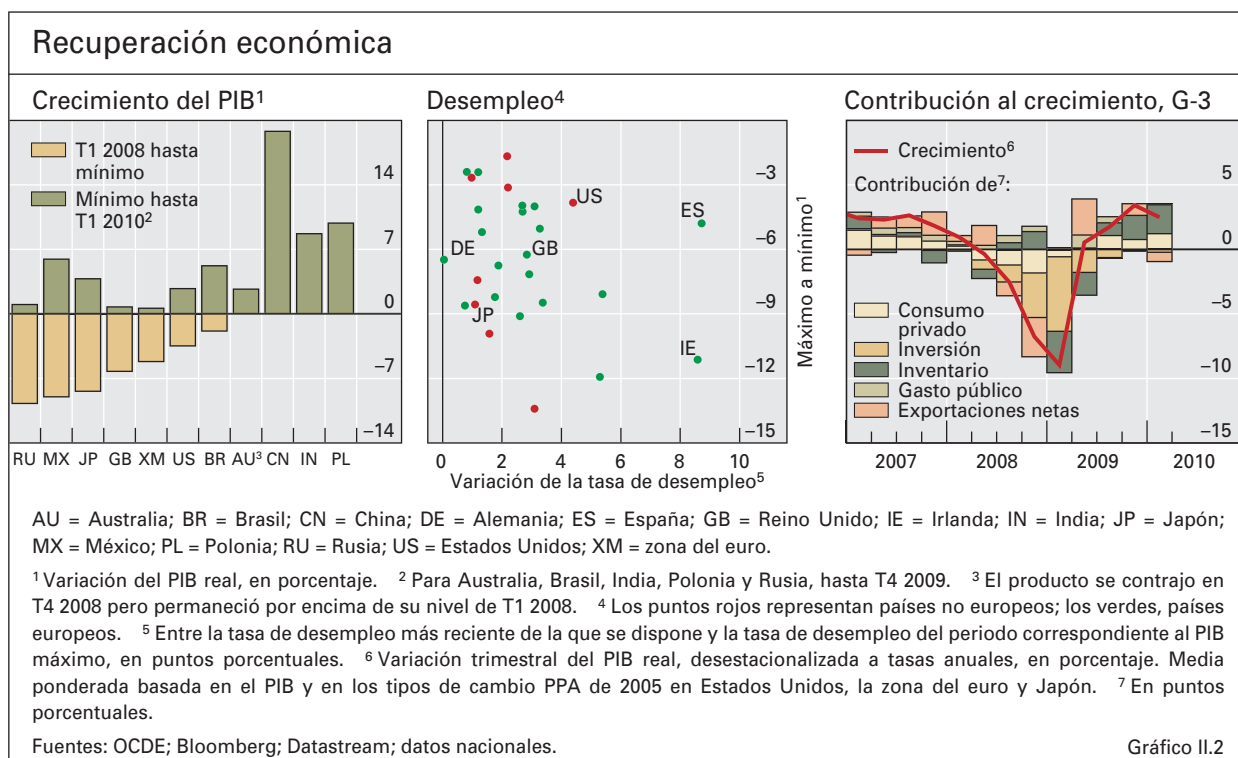
La recuperación financiera durante gran parte de 2009 y comienzos de 2010 ha sido portentosa, pero se encuentra amenazada. La preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas y por la solvencia bancaria alentó episodios de volatilidad a finales de 2009 y de nuevo a comienzos de 2010. Sin embargo, su importancia fue escasa en comparación con la del episodio de ventas masivas que tuvo lugar en abril y mayo de 2010, cuando los precios de los activos de riesgo sufrieron fuertes caídas al dudar los inversionistas de la capacidad de Grecia y, en menor medida, de España y Portugal para afrontar el servicio de sus deudas. Las autoridades respondieron con el mayor paquete de rescate de la historia y una nueva serie de medidas de emergencia por parte de los bancos centrales que, si bien lograron evitar el contagio en la zona del euro, fueron incapaces de restablecer la confianza de los inversionistas.

La preocupación por el riesgo soberano amenaza con truncar la recuperación financiera

Recuperación económica desigual

La caída de la actividad económica mundial comenzó a desacelerarse en el segundo trimestre de 2009 y dio paso al crecimiento hacia mediados del año. La magnitud tanto de la contracción como de la expansión varió enormemente entre países (véase el Gráfico II.2, panel izquierdo). China, la India y Polonia evitaron por completo la contracción: su PIB sólo se desaceleró, para retornar enseguida a las tasas previas a la crisis. En Australia y Brasil, el producto se contrajo brevemente, para crecer luego deprisa y superar pronto los niveles

Recuperación a distintas velocidades



anteriores. En el primer trimestre de 2010, en cambio, el producto permaneció por debajo de su nivel previo a la crisis en Estados Unidos, la zona del euro, Japón y el Reino Unido.

Brusco aumento del desempleo en países que habían experimentado auges de la construcción...

El descenso de la actividad económica ocasionó un pronunciado aumento del desempleo en una serie de países, especialmente aquéllos que habían conocido auges de la construcción antes de la crisis. La tasa de desempleo se disparó en España e Irlanda más de 8 puntos porcentuales, y casi 5 puntos en Estados Unidos, por los despidos en los sobredimensionados sectores de la construcción (Gráfico II.2, panel central). En España, el elevado porcentaje de empleo temporal también acentuó la sensibilidad del desempleo a las variaciones del producto¹. En Estados Unidos, el desempleo alcanzó su nivel más alto desde la década de 1930, aun cuando su PIB se contrajo menos que en la mayoría de las economías avanzadas.

... pero menos acusado en otras economías

Las consecuencias sobre el empleo fueron menos severas en la mayor parte de las demás economías avanzadas. La pérdida de puestos de trabajo resultó particularmente moderada en algunas economías de Europa continental y en Japón. Por ejemplo, el desempleo sólo aumentó en poco más de 1 punto porcentual en Alemania, pese a la caída relativamente grande (6,5%) del PIB. Esta limitación del deterioro del mercado laboral fue posible gracias a medidas que permiten reducir las horas trabajadas por empleado sin necesidad de recurrir al despido. En Japón, una combinación del Programa de Subvención al Ajuste del Empleo y un descenso de los salarios por hora trabajada disminuyeron los incentivos para despedir trabajadores, de forma que, pese a una caída del PIB superior al 8%, el desempleo aumentó menos de 2 puntos porcentuales.

Frágil recuperación en las principales economías avanzadas...

La recuperación está aún lejos de poder sostenerse por sí misma en las grandes economías avanzadas. En las del G-3, la recomposición de existencias representó la mayor parte del crecimiento anualizado del 2,5% registrado en el primer trimestre de 2010 (Gráfico II.2, panel derecho). La inversión privada permaneció en territorio negativo por octavo trimestre consecutivo, por lo que siguió lastrando el crecimiento económico. Dicho esto, se han materializado pocos de los escenarios de crecimiento adversos pronosticados durante el periodo analizado.

... pero síntomas de recalentamiento en las mayores EME

Un panorama completamente distinto se ha observado en algunas economías de mercado emergentes (EME). Las políticas expansivas internas, sumadas al impacto de políticas monetarias y fiscales relajadas en las grandes economías avanzadas, han dado lugar a síntomas de recalentamiento en algunos casos (véase el Capítulo IV). La inflación de precios al por mayor en la India rondó el 10% a comienzos de 2010 y están apareciendo tensiones inflacionistas en otras EME.

El rápido deterioro de los déficits fiscales hace temer por el riesgo soberano

La combinación de voluminosos programas de estímulo fiscal, paquetes de rescate financiero y caídas en la recaudación tributaria ha generado déficits

¹ Véanse FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2010, Capítulo 3; y Banco de España, *Boletín Económico*, febrero de 2010, pp. 32-43.

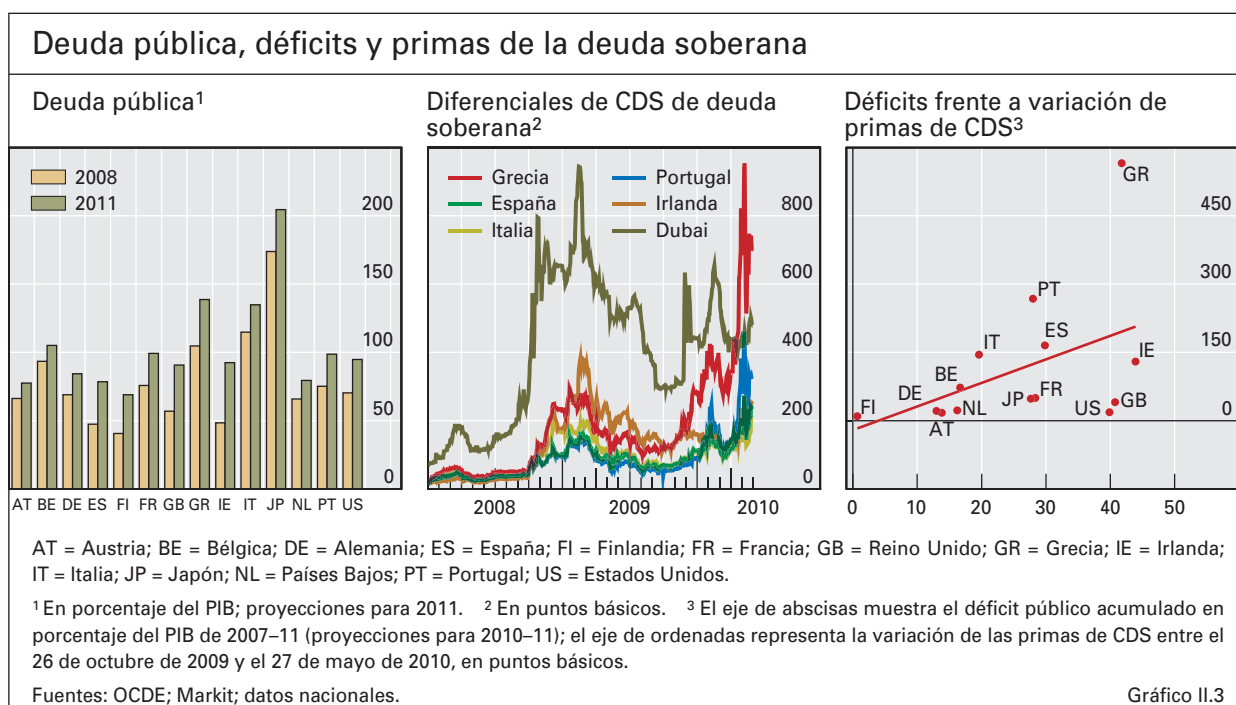
históricos en los presupuestos estatales y niveles récord de deuda pública —efectiva y prevista— en la mayoría de los países industriales (véase el Gráfico II.3, panel izquierdo). Estos problemas surgen en un momento en el que los gobiernos de economías avanzadas se enfrentan ya al rápido crecimiento de pasivos implícitos insuficientemente financiados, derivados del envejecimiento de sus poblaciones. Esa confluencia de factores suscita serios temores sobre la sostenibilidad de las políticas fiscales en el mundo industrial (véase el Capítulo V), agudizando la preocupación por el riesgo soberano. En consecuencia, los rendimientos de la deuda y los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de la deuda pública de varios países se ampliaron de forma significativa en el pasado año (Gráfico II.3, panel central), motivando políticas sin precedentes en diversos frentes.

La acumulación de deuda pública hizo temer por el riesgo soberano...

La inquietud por el riesgo soberano surgió tras los enormes paquetes de rescate financiero y programas de estímulo fiscal anunciados a finales de 2008 y comienzos de 2009. Durante buena parte de 2009, esta inquietud se mantuvo relativamente contenida enmascarada por el temor que suscitaban la desaceleración de la actividad económica mundial y el consiguiente aumento del desempleo. El riesgo soberano cobró protagonismo por vez primera en noviembre de 2009, cuando los diferenciales de los CDS soberanos de Dubai se dispararon tras la inesperada solicitud presentada por Dubai World, uno de los tres vehículos de inversión estratégica del país, de una moratoria en el servicio de su deuda.

A finales de 2009 la atención basculó hacia la zona del euro, donde los abultados déficits presupuestarios de varios países auguraban un intenso deterioro de los cocientes deuda pública/PIB. La preocupación se centró en la situación fiscal de Grecia, pero se amplió a otros países aquejados por una perjudicial conjunción de elevados déficits fiscales y escasa competitividad,

... particularmente en algunas economías de la zona del euro



como España y Portugal. Los rendimientos de la deuda soberana griega y los diferenciales de los CDS sobre ésta emprendieron una tendencia al alza en diciembre de 2009, hasta dispararse a finales de abril de 2010, cuando Standard & Poor's rebajó la calificación de la deuda griega a la categoría de bono «basura». Esa misma semana, la agencia recortó las calificaciones de España y Portugal, desencadenando fuertes ampliaciones de los diferenciales de los CDS de ambos países. A comienzos de mayo, los países miembros de la zona del euro y el FMI se comprometieron a apoyar a Grecia con un paquete crediticio de emergencia por importe de 110.000 millones de euros tras el compromiso del Gobierno heleno de aplicar severas medidas de austeridad. Sin embargo, a los pocos días del anuncio, quedó claro que dichas medidas serían insuficientes para calmar los ánimos de los inversionistas. En respuesta a la escalada de los diferenciales de la deuda y de los CDS, la UE y el FMI anunciaron un paquete de estabilización fiscal conjunto por valor de 750.000 millones de euros. Tras el anuncio, ambos diferenciales se estrecharon sustancialmente desde los niveles máximos alcanzados la semana anterior.

Los países que anunciaron preventivamente medidas de consolidación fueron más inmunes a las presiones del mercado. En la zona del euro en general, la magnitud de la variación en los diferenciales de los CDS soberanos mostró una correlación positiva, aunque no perfecta, con los déficits presupuestarios de los respectivos gobiernos (Gráfico II.3, panel derecho). No obstante, en el caso de Irlanda, los diferenciales de la deuda pública permanecieron relativamente estables durante 2009 y principios de 2010, mientras que su déficit presupuestario para 2007–11 se prevé mayor que los de España y Portugal y próximo al de Grecia². Dicha estabilidad probablemente se explica por las medidas de austeridad creíbles anunciadas con carácter preventivo por el Gobierno irlandés en marzo de 2009 y por sus perspectivas de crecimiento económico más favorables.

La importancia de haber acometido la consolidación fiscal en el momento oportuno se apreció en mayo, cuando las medidas de austeridad sancionadas por los Gobiernos de España, Grecia y Portugal fueron acogidas con tibieza en los mercados. Los diferenciales de la deuda y de los CDS se estrecharon tras el anuncio de paquetes de medidas fiscales contractivas, pero menos que en reacción al paquete de estabilización fiscal conjunto de la UE y el FMI por importe de 750.000 millones de euros. Los inversionistas parecen haber considerado las medidas de austeridad, que incluían recortes salariales en el sector público, subidas de impuestos y retrasos en la edad de jubilación, como meras etapas iniciales de un largo e ineludible proceso de ajuste de las cuentas públicas. Además, siguen albergando serias dudas sobre la capacidad y determinación de los gobiernos a la hora de aplicar estas medidas.

La preocupación por el riesgo soberano se propagó rápidamente al sector bancario. Como es lógico, sus efectos fueron mayores sobre las cotizaciones

² La ampliación de los diferenciales de los CDS soberanos de Estados Unidos, Japón y el Reino Unido fue también mucho menor que la registrada en los países altamente endeudados de la zona del euro, pese a que sus posiciones fiscales eran equiparables.

bursátiles y los diferenciales de rendimiento de los bancos domiciliados en los países cuya solvencia se percibía más deteriorada (España, Grecia y Portugal). Con todo, otros bancos de la zona del euro también resultaron muy afectados debido a su mayor exposición relativa a la deuda pública de esos países. Al término de 2009, cinco sistemas bancarios de la zona del euro (los de Alemania, Bélgica, Francia, Italia y los Países Bajos) poseían en torno al 17% de la deuda pública griega en circulación, lo que equivalía al 6,5% del capital de Nivel 1 de todos ellos. Del mismo modo, su exposición conjunta a la deuda pública de España y Portugal representaba el 8,9% y el 4,1% de su capital de Nivel 1, respectivamente³.

Política monetaria aún muy expansiva

La política monetaria continúa siendo muy expansiva en casi todo el mundo, aunque los bancos centrales de algunos de los países con mayor crecimiento han comenzado a retirar los estímulos aplicados durante la crisis. Las tasas de interés oficiales en las principales economías avanzadas siguen en mínimos históricos y los balances de los bancos centrales apenas se han contraído desde los abultados niveles alcanzados entonces (véase el Gráfico II.4). Las tasas de interés a corto plazo cercanas a cero mantienen bajo el coste de la financiación e incrementan el valor actual neto de los pagos futuros. Además, las compras de activos por los bancos centrales han elevado sus precios, directa e indirectamente.

Política monetaria muy expansiva

La disparidad en la recuperación económica dejó su impronta en la política de los bancos centrales. A finales de 2008 y comienzos de 2009, el desafío primordial para la banca central en todo el mundo había consistido en evitar el desmoronamiento del sistema financiero y limitar la contracción de la actividad económica. Conforme la recuperación avanzaba, los retos empezaron a diferir entre las regiones. Los bancos centrales de Australia, Brasil, la India, Israel, Malasia y Noruega elevaron las tasas de interés oficiales al remitir la amenaza de una grave contracción y aparecer tensiones inflacionistas, aunque las tasas permanecen en niveles reducidos con arreglo a patrones históricos. El Banco de la Reserva de la India elevó además los coeficientes de reservas obligatorias de sus bancos. Una medida similar adoptó el Banco Popular de China para contener el rápido crecimiento del crédito.

Endurecimiento monetario en algunos de los países de mayor crecimiento...

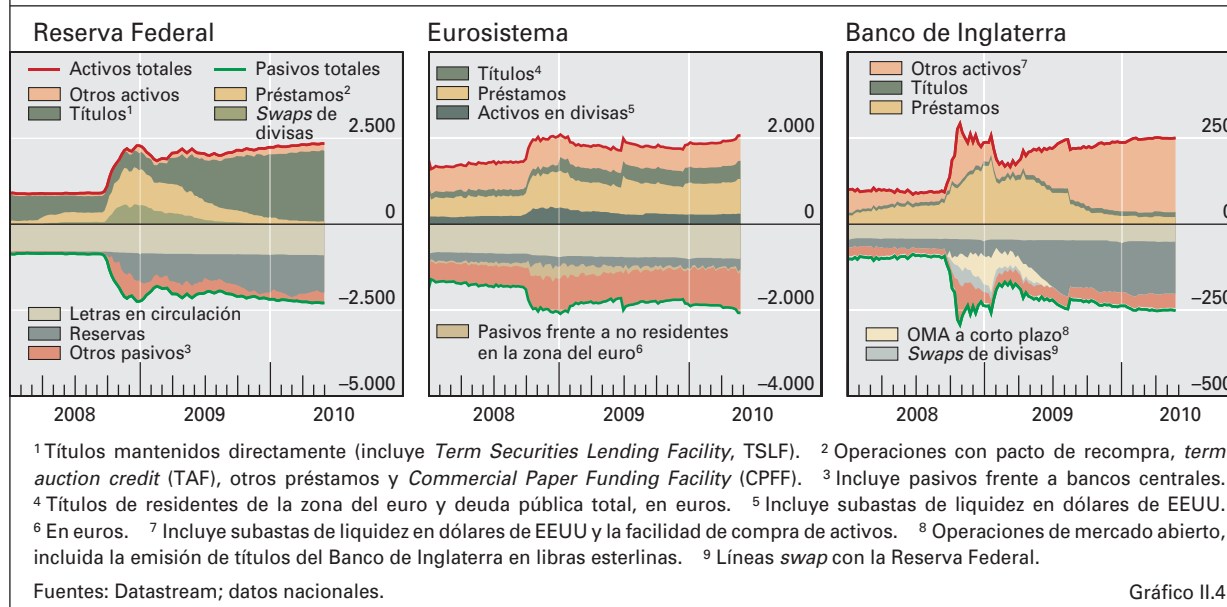
En cambio, la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas oficiales en los niveles mínimos registrados durante la crisis. Las excepcionales medidas de política de los dos últimos años se fueron retirando hasta mayo de 2010, cuando las turbulencias en los mercados de deuda pública de la zona del euro dieron pie a nuevas iniciativas y a la restitución de algunas de las medidas anteriores. Para entonces, el Banco de Japón y la Reserva Federal ya habían eliminado la mayoría de las facilidades de liquidez creadas durante la crisis. Las líneas *swap* concertadas por la Reserva Federal con otros bancos centrales expiraron formalmente en

... pero tasas cercanas a cero en las principales economías avanzadas

³ Cifras basadas en las estadísticas bancarias consolidadas del BPI con arreglo al criterio del riesgo último y en las estadísticas de deuda pública de la OCDE.

Activos y pasivos de los bancos centrales

En miles de millones de unidades de las respectivas monedas



febrero de 2010, aunque algunos de ellos ya habían interrumpido total o parcialmente las subastas de dólares bastante antes. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra habían dejado de adquirir valores en el marco de sus programas de compra masiva de activos financieros, pero sin reducir el tamaño de las carteras de activos acumuladas⁴. Por su parte, el BCE había suspendido sus operaciones especiales de financiación a tres, seis y 12 meses.

El deterioro de las condiciones financieras, especialmente en la zona del euro, condujo en abril y mayo de 2010 a otra ronda de medidas de política no convencionales. Dentro del ingente paquete de rescate aprobado el 10 de mayo, el BCE anunció que, a fin de proveer liquidez y agilizar el funcionamiento del mercado, compraría valores emitidos por Estados miembros de la zona del euro. También reintrodujo las subastas de liquidez a seis meses. La Reserva Federal restableció las líneas *swap* concertadas con otros bancos centrales para aplacar la nueva preocupación por las dificultades de los bancos no estadounidenses para obtener financiación en dólares (véase más adelante).

La orientación, en general muy expansiva, de la política monetaria tendrá que tornarse más restrictiva en algún momento, por una serie de razones. En primer lugar, aunque el producto permanece muy por debajo del potencial en los países más afectados por la crisis, el grado de holgura de la economía podría ser inferior al sugerido por las medidas convencionales

⁴ Estas carteras pueden tener efectos expansivos aun cuando las compras hayan finalizado en la práctica, ya que afectan a la oferta relativa de valores y, por tanto, a su precio relativo, dado que los activos son sustitutos imperfectos. Resulta complicado identificar empíricamente la magnitud de ese «efecto del equilibrio de cartera», pero un estudio reciente indica que dicho efecto explica el grueso de la sustancial caída de los rendimientos a largo plazo en una amplia gama de valores que se produjo tras las compras de activos por la Reserva Federal. Véase J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache y B. Sack, «Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?», en Banco de la Reserva Federal de Nueva York, *Staff Reports*, n° 441, marzo de 2010.

de la brecha del producto. La acumulación de desequilibrios económicos en la fase de gestación de la crisis sugiere que el crecimiento del producto potencial podría no haber sido tan alto como entonces se pensaba. Además, las alteraciones financieras causadas por la crisis y la pérdida de aptitudes de los desempleados de larga duración podrían reducir el producto potencial durante algún tiempo. Así pues, las tensiones inflacionistas podrían reaparecer antes de lo previsto. En segundo lugar, las reducidas tasas de interés generan distorsiones que podrían acarrear desagradables efectos secundarios (véase el Capítulo III). Dicho esto, el ajuste de las finanzas públicas en una serie de países implica un menor estímulo fiscal, que, a su vez, afectará a la política monetaria.

Fragilidad de los bancos

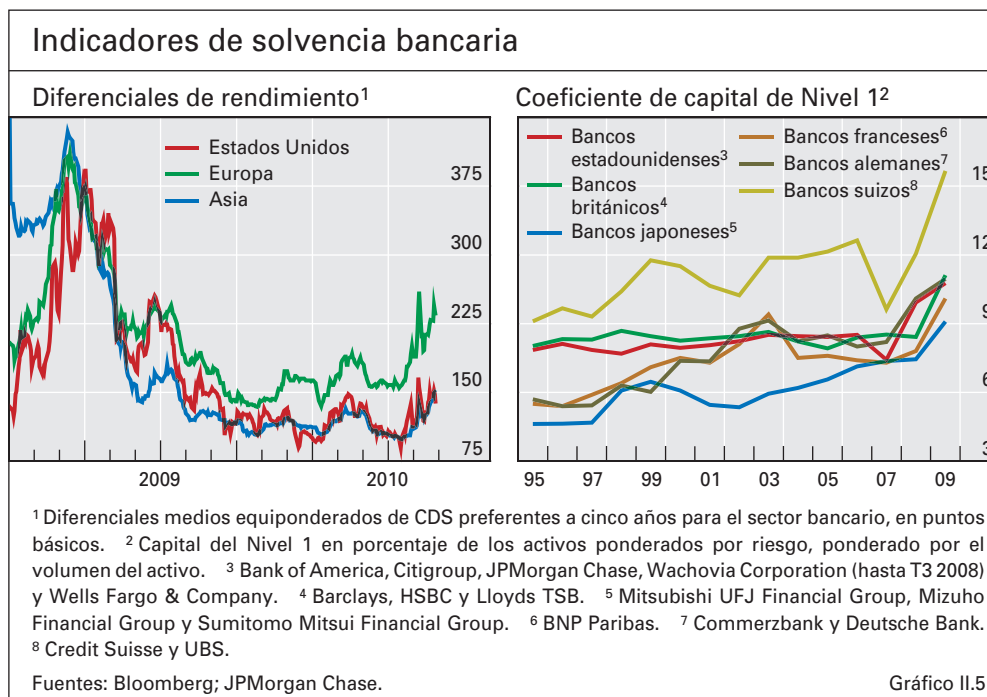
Tras un devastador 2008, muchos de los principales bancos estadounidenses y europeos consiguieron una mejoría en sus balances. Después de que las inyecciones de capital rescataran al sistema bancario del abismo, el alza de precios de los activos y la mayor pendiente de la curva de rendimientos propiciaron el retorno de los bancos a la rentabilidad en 2009 (Cuadro II.1). A medida que transcurría el año, y conforme remitía el temor de los inversionistas a un inminente colapso, los diferenciales de los CDS y de la deuda bancaria se estrecharon considerablemente (Gráfico II.5, panel izquierdo).

En términos agregados, las inyecciones de capital en el sector, en buena parte procedentes de las arcas públicas, prácticamente han cubierto las pérdidas bancarias reconocidas durante la crisis. A mediados de abril de 2010, las

El nuevo capital elevó los coeficientes de capital de Nivel 1

Rentabilidad de los principales bancos ¹												
En porcentaje de los activos totales												
	Beneficio antes de impuestos			Margen de intermediación			Resultado de la cartera de negociación			Ingresos netos por comisiones		
	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²
Alemania (7)	0,26	-0,45	-0,03	0,52	0,62	0,78	0,05	-1,01	0,19	0,43	0,34	0,38
Australia (4)	1,40	0,99	0,93	1,68	1,64	1,87	0,12	0,07	0,11	0,50	0,48	0,47
Austria (3)	1,12	0,46	0,63	1,95	2,44	2,46	0,17	-0,08	0,34	1,01	1,00	0,92
Canadá (5)	1,08	0,45	0,68	1,43	1,38	1,69	...	-0,31	0,13	1,09	0,81	0,93
España (5)	1,44	1,07	0,93	1,72	1,85	2,27	0,15	0,19	0,12	0,82	0,74	0,73
Estados Unidos (8)	0,96	0,28	0,41	2,23	2,30	2,70	0,05	0,02	0,27	0,68
Francia (6)	0,41	0,04	0,18	0,49	0,68	1,05	0,56	-0,24	0,25	0,47	0,39	0,44
Italia (5)	0,88	0,27	0,37	1,73	2,02	1,92	0,09	-0,26	0,11	0,95	0,85	0,82
Japón (13)	0,59	-0,16	0,28	0,95	0,93	0,96	0,23	0,04	0,12	0,41	0,36	0,34
Países Bajos (5)	0,16	-0,57	-0,08	0,68	0,97	1,24	0,15	-0,61	0,01	0,34	0,30	0,35
Reino Unido (8)	0,76	-0,05	-0,05	1,02	0,87	0,94	0,49	-0,07	0,51	0,58	0,40	0,47
Suecia (4)	0,89	0,67	0,34	0,97	0,99	1,02	0,16	0,15	0,27	0,58	0,44	0,41
Suiza (6)	0,38	-1,75	0,21	0,53	0,61	0,56	0,28	-0,68	0,58	1,01	0,93	0,92

¹ Entre paréntesis, número de bancos en la muestra de 2009. ² Datos más recientes de los que se dispone.
Fuente: Bankscope. Cuadro II.1



pérdidas y depreciaciones totales reconocidas superaban los 1,30 billones de dólares, mientras el capital captado rondaba los 1,24 billones⁵. Al término de 2009, este nuevo capital —combinado con el menor crecimiento del crédito y la reorientación hacia títulos públicos y activos líquidos más seguros— contribuyó a elevar los coeficientes de capital de Nivel 1 de los bancos estadounidenses y europeos hasta sus niveles más altos de los últimos 15 años (Gráfico II.5, panel derecho).

Pese a la mejora de los balances de los bancos, diversos factores plantean dudas sobre la sostenibilidad de los beneficios bancarios. En primer lugar, los beneficios de muchos bancos de Europa y Estados Unidos en 2009 dependieron en gran medida de los ingresos, normalmente volátiles, obtenidos en los mercados de renta fija y divisas (Cuadro II.1). Los cocientes préstamos/depósitos de un buen número de grandes bancos internacionales disminuyeron ese año. Además, los datos agregados de Estados Unidos, la zona del euro y Japón muestran que el crédito al sector privado (Gráfico II.7, panel izquierdo) también se contrajo en 2009, tras haberse desacelerado a mediados de 2008 después de que la banca endureciese sus criterios de concesión de crédito.

En segundo lugar, la reducida volatilidad y la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos, en especial para plazos cortos, animaron a los bancos a asumir riesgo de descalce. La razón *carry-to-risk* de estas estrategias creció sustancialmente hasta abril de 2010 (Gráfico II.1, panel inferior derecho). En un contexto de atonía del crédito a empresas y al sector

⁵ A mediados de abril de 2010, los bancos norteamericanos habían captado nuevo capital por importe de 518.000 millones de dólares, lo que equivale al 72% de las pérdidas registradas. La banca europea había captado 341.000 millones de dólares, lo que equivale aproximadamente a las pérdidas reconocidas. Y en los bancos asiáticos, el capital total captado triplicaba con creces los 34.000 millones de dólares de pérdidas afloradas.

La rentabilidad bancaria podría revelarse insostenible...

... si la curva de rendimientos se aplanase...

inmobiliario residencial, los bancos lograron generar beneficios mediante la simple canalización de fondos hacia valores a plazos más largos y libres de riesgo de impago, por lo que un aplanamiento de la curva de rendimientos podría elevar sus costes de financiación u ocasionar pérdidas en el lado del activo valorado a precios de mercado.

En tercer lugar, no está claro que se hayan reconocido todas las pérdidas relacionadas con la crisis. Por ejemplo, los requisitos de divulgación de información financiera aplicados a los bancos europeos, al ser menos rigurosos y oportunos, han complicado la estimación de futuras pérdidas contables en esas instituciones. Además, existe evidencia creciente de que cabe esperar nuevas pérdidas derivadas de las exposiciones al sector inmobiliario de uso comercial. En Estados Unidos, los precios de los locales comerciales han caído más de un tercio desde su máximo, al tiempo que la tasa de morosidad en el crédito a ese sector ha superado el 8%, duplicando la tasa registrada a finales de 2008 y cuadruplicando con creces la del cierre de 2006. En numerosos países europeos, la evolución de los mercados inmobiliarios de uso comercial no ha sido mucho mejor. En Irlanda y el Reino Unido, en particular, los precios de los inmuebles comerciales han caído respectivamente un 39% y 46% desde sus máximos, previéndose un creciente afloramiento de pérdidas contables en los balances de los bancos europeos en los próximos años. Los indicios apuntan a que algunos bancos han decidido refinanciar los créditos previos en lugar de ejecutar la hipoteca, posponiendo así el reconocimiento de pérdidas.

... y continuarán aflorando pérdidas en los activos

En cuarto lugar, los bancos están muy expuestos al riesgo soberano, como puso de manifiesto la brusca caída de las cotizaciones bursátiles de los bancos con carteras especialmente abultadas de deuda pública española, griega y portuguesa en el segundo trimestre de 2010. El riesgo de esas exposiciones se conocía desde hacía tiempo en el caso de los bancos en las EME, pero se había ignorado en las economías avanzadas.

Riesgo soberano en las economías avanzadas, al igual que en las EME

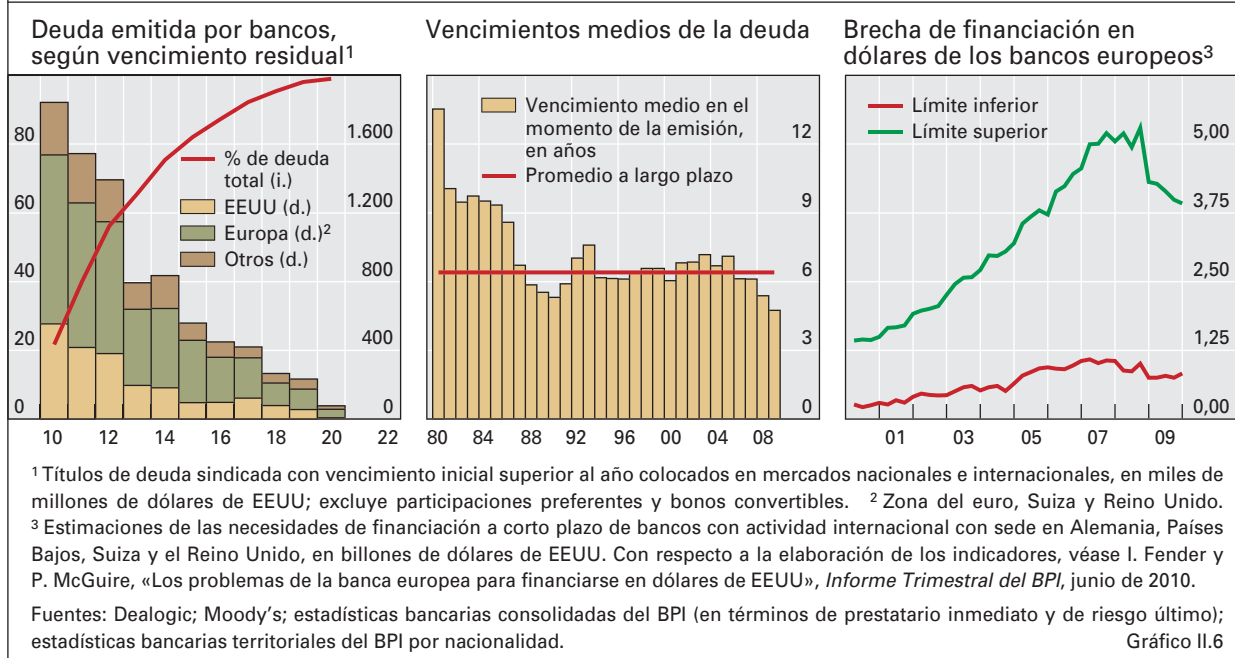
En quinto lugar, los bancos podrían tener dificultades para refinanciarse dada la demanda prevista de fondos por parte de gobiernos con importantes necesidades de financiación. Los plazos de vencimiento de la financiación se han reducido hasta su mínimo de los últimos 30 años (Gráfico II.6, panel central), lo que acrecienta las necesidades de financiación. Además, en torno al 60% de los flujos de deuda bancaria a largo plazo vence en los tres próximos años (panel izquierdo). De hecho, la ampliación de los diferenciales Libor-OIS desde abril de 2010 (Gráfico II.1, panel inferior izquierdo) es indicativa del encarecimiento de la financiación al por mayor no garantizada. Dicho esto, esos diferenciales son aún minúsculos comparados con los registrados en el apogeo de la crisis, a finales de 2008.

Los pasivos a corto plazo están elevando las necesidades de financiación

Por último, numerosos bancos europeos y de otros países siguen dependiendo en gran medida del mercado de *swaps* de divisas para financiar sus activos en dólares. En conjunto, la banca europea aún mantiene en sus balances activos denominados en esa moneda por un importe estimado de 7 billones de dólares, por lo general con plazos de vencimiento largos. Además, los sistemas bancarios europeos con posiciones largas en dicha

Las dificultades de financiación en dólares han reaparecido

Problemas de financiación en el sector bancario



moneda al inicio de la crisis (los de Alemania, Países Bajos, Suiza y el Reino Unido) todavía tienen importantes necesidades de financiación. Según estimación conservadora, sus necesidades de financiación a corto plazo en la moneda estadounidense superaban los 500.000 millones de dólares al término de 2009 (Gráfico II.6, panel derecho). Ante la creciente preocupación por el riesgo de crédito en las exposiciones de esos bancos a la deuda soberana griega y de otros países europeos, los proveedores de fondos a corto plazo han vuelto a mostrarse reticentes a prestar en dólares. El 9 de mayo de 2010, en el marco de un programa integral de medidas para atajar el creciente riesgo de contagio entre emisores soberanos e instituciones financieras de la zona del euro, la Reserva Federal y otros importantes bancos centrales reabrieron sus líneas temporales de *swaps* de divisas para aplacar las tensiones.

Niveles de deuda de los hogares

Antes de la crisis, la deuda de los hogares había crecido de forma considerable en algunas economías avanzadas⁶. Los datos históricos muestran que las crisis financieras asociadas a expansiones del crédito han ido seguidas por lo general de un largo periodo de reducción del endeudamiento del sector privado, conforme empresas y hogares recomponían sus balances. De hecho, en la mayoría de las 24 crisis bancarias sistémicas analizadas en el recuadro que acompaña a este capítulo, el crédito al sector privado como porcentaje del PIB se redujo sustancialmente durante varios años tras la

⁶ Véase BPI, *79º Informe Anual*, junio de 2009, pp. 4–7.

La dinámica crediticia después de una crisis: perspectiva histórica

Las crisis financieras suelen ir seguidas de un prolongado proceso de reducción de la deuda. En una muestra de 24 crisis bancarias sistémicas^①, 15 de ellas fueron seguidas de una variación sustancial de la relación entre crédito y PIB. En promedio, esta variación entre el punto máximo y el mínimo fue de 39 puntos porcentuales, equivalente a unos 8 puntos porcentuales de caída anual. La magnitud de la disminución del cociente sólo fue ligeramente inferior a la de su aumento previo (48 puntos porcentuales en promedio). Quizá sorprenda que el grado de reducción de la deuda no difiriera mucho entre las economías de mercado emergentes y las avanzadas. Tras las crisis bancarias de comienzos de los 90 en Finlandia, Noruega y Suecia, su razón crédito/PIB disminuyó básicamente en consonancia con el promedio muestral: en 44, 38 y 35 puntos porcentuales, respectivamente. En Japón, el cociente entre crédito privado y PIB cayó 25 puntos porcentuales tras haber alcanzado máximos a finales de los 90. En la mayoría de los países, la caída inicial de los coeficientes de deuda obedeció esencialmente a una reducción de la deuda en circulación; en los años posteriores de desapalancamiento, el principal factor explicativo fue el crecimiento del PIB.

El coste económico del desapalancamiento es difícil de percibir a un nivel tan agregado. El producto creció a una tasa media anual del 2,4% en la fase de reducción de deuda posterior a la crisis, ligeramente por debajo de su promedio durante el auge previo del crédito. No obstante, durante el periodo posterior a la crisis, el crecimiento del PIB varió considerablemente entre países: mientras que en Indonesia, Malasia, México y Tailandia, por ejemplo, se desaceleró notablemente, en otros países sucedió lo contrario.

^① La muestra se ha tomado de S. Cecchetti, M. Kohler y C. Upper, «Financial crises and economic activity», trabajo presentado en el simposio *Financial stability and economic policy* organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, en Jackson Hole, Wyoming, 20–22 de agosto de 2009. De las 40 crisis analizadas en el trabajo, se excluyeron seis por la escasa calidad de sus datos crediticios. Se descartaron otros 10 casos —los dos acontecidos en periodos de hiperinflación y los ocho acaecidos durante transiciones del socialismo a economías de mercado— al ser improbable que aportasen evidencia relevante para la situación actual.

Cociente crédito al sector privado/PIB¹

	Fecha de la crisis	Fechas de los valores extremos del cociente crédito/PIB			Variación del cociente crédito/PIB ²		Crecimiento anual del PIB real	
		Mínimo previo	Máximo	Mínimo posterior	Mínimo a máximo	Máximo a mínimo	Mínimo a máximo	Máximo a mínimo
Argentina	dic 01	sep 95	jun 02	sep 05	20	-30	2,3	1,1
Colombia	jun 98	mar 92	dic 98	mar 05	19	-24	3,8	2,4
Filipinas	jul 97	jun 91	dic 97	mar 00	60	-18	3,1	3,0
Finlandia	sep 91	mar 80	mar 92	mar 98	51	-44	2,0	2,6
Indonesia	nov 97	mar 93	jun 98	jun 02	83	-104	3,6	0,1
Japón	nov 97	dic 80	jun 99	dic 08	38	-25	1,8	0,4
Malasia	jul 97	sep 93	mar 98	mar 01	75	-36	6,5	2,0
México	dic 94	sep 88	mar 95	dic 96	27	-19	2,3	-0,5
Nicaragua ³	ago 00	jun 96	dic 00	mar 02	19	-15	5,0	2,6
Noruega	oct 91	mar 80	jun 90	dic 96	66	-38	2,7	3,7
República Dominicana	abr 03	jun 95	jun 03	mar 07	29	-26	5,2	5,9
Rusia	ago 98	mar 96	mar 99	jun 01	32	-30	-0,6	6,9
Suecia	sep 91	sep 85	sep 90	mar 96	46	-35	2,5	1,2
Tailandia	jul 97	dic 93	dic 97	jun 02	89	-79	6,2	0,8
Uruguay ³	ene 02	mar 95	sep 02	mar 07	69	-64	0,5	4,1
<i>Promedio</i>					48	-39	3,1	2,4

¹ Crédito en porcentaje del PIB nominal. El crédito equivale a la suma del crédito interno al sector privado recogido en las EFI del FMI, más los activos transfronterizos consolidados de los bancos declarantes al BPI frente al sector privado no bancario con arreglo al criterio del prestatario inmediato. ² En puntos porcentuales del PIB. ³ Cifras anuales del PIB.

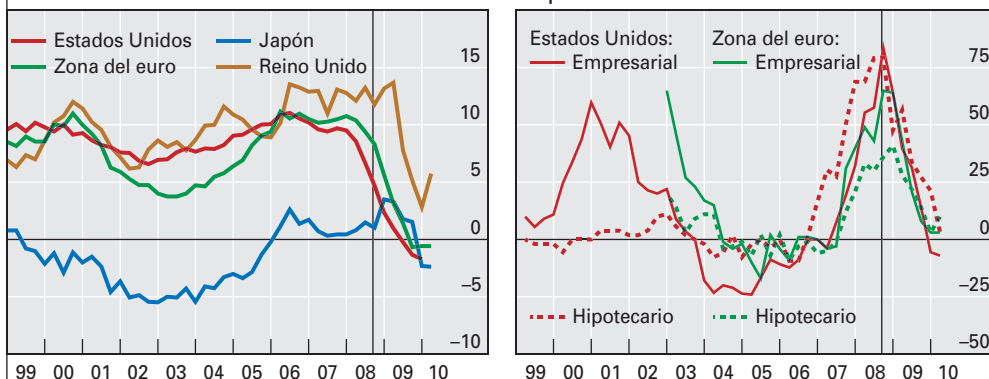
Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro II.A

Crédito: crecimiento y criterios de concesión

Crédito al sector privado no financiero¹

Modificación de los criterios de concesión de préstamos²



La recta vertical señala la fecha en que Lehman Brothers se declaró en quiebra, el 15 de septiembre de 2008.

¹ Crecimiento interanual, en porcentaje. ² Porcentaje neto de bancos que endurecieron sus criterios para la concesión de préstamos según encuestas de bancos centrales nacionales.

Fuentes: Datastream; datos nacionales.

Gráfico II.7

crisis, compensando la mayor parte del aumento registrado en la expansión crediticia previa⁷. Este dato apunta a que los coeficientes de endeudamiento de los hogares, que en numerosos países crecieron rápidamente en el periodo de gestación de la crisis, tendrán que seguir ajustándose.

El proceso de reducción de la deuda privada ya ha comenzado. En las principales economías avanzadas, excepto Japón, el crédito al sector privado, que había aumentado con fuerza en los años previos a la crisis, se contrajo de

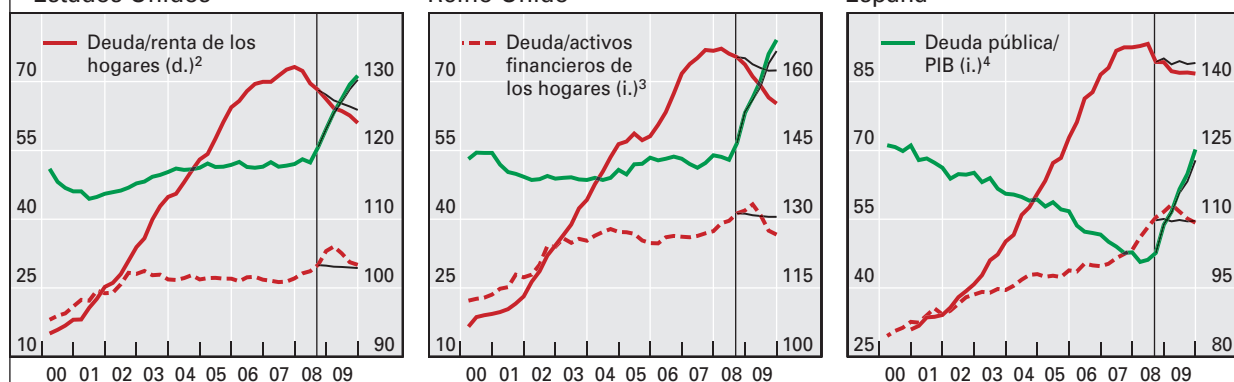
El crédito al sector privado se ha desacelerado

Deuda de los hogares y deuda pública¹

Estados Unidos

Reino Unido

España



La recta vertical señala la fecha en que Lehman Brothers se declaró en quiebra, el 15 de septiembre de 2008.

¹ Las líneas negras finas corresponden a datos basados en denominadores constantes de T3 2008. ² Hogares y organizaciones sin ánimo de lucro; en porcentaje de la renta disponible de los hogares. ³ Hogares y organizaciones sin ánimo de lucro, en porcentaje de los activos financieros de los hogares. ⁴ Deuda pública total en porcentaje del PIB.

Fuentes: Reserva Federal, *Flow of Funds Accounts of the United States*; datos nacionales.

Gráfico II.8

⁷ El análisis de esos episodios históricos se centra en el crédito al sector privado, pues no se dispone de datos del endeudamiento de los hogares en la mayoría de episodios.

forma marcada en 2009 y comienzos de 2010 al endurecer los bancos sus criterios de concesión de crédito (véase el Gráfico II.7)⁸.

El sector hogares de aquellos países que registraron auges del crédito en relación con el sector inmobiliario ha empezado a reducir su endeudamiento. A finales de 2009, el cociente entre deuda de los hogares y renta disponible había caído unos 7 puntos porcentuales desde sus respectivos máximos de 2007 y 2008 en Estados Unidos y España, y más de 10 puntos porcentuales en el Reino Unido (Gráfico II.8), aunque parte de esa caída obedeció al aumento de los ingresos familiares. El apalancamiento de los hogares, definido como la relación entre su deuda y sus activos financieros, continuó creciendo durante la crisis al desplomarse el precio de dichos activos⁹. Tras alcanzar máximos a comienzos de 2009 en los tres países citados, actualmente se sitúa en niveles similares o inferiores a los de finales de septiembre de 2008.

Al margen del indicador utilizado, el endeudamiento de los hogares en España, Estados Unidos y el Reino Unido continúa siendo muy superior al registrado a mediados de la década, e incluso más con respecto a los niveles previos al auge del sector de la vivienda. Así pues, los datos históricos sugieren que los niveles de deuda deben reducirse mucho más.

Los coeficientes de endeudamiento de los hogares comenzaron a disminuir...

... pero la evidencia histórica apunta a una reducción adicional de la deuda

Resumen

La recuperación financiera y económica está en marcha, pero es incompleta y frágil, al menos en las principales economías avanzadas. La política monetaria sigue siendo muy expansiva en casi todo el mundo, pese a que algunas economías ya han dado los primeros pasos hacia una orientación más neutral. La política fiscal permanece expansiva y eleva los niveles de deuda pública a ritmos alarmantes. Los bancos han recuperado la rentabilidad y han reducido su apalancamiento, pero varios factores plantean dudas sobre la sostenibilidad de sus beneficios y su capacidad para obtener financiación. La inversión privada continúa siendo débil y el crecimiento económico todavía depende en gran medida de la recomposición de existencias. Simultáneamente, una serie de economías de mercado emergentes se enfrenta al problema contrario, ya que el impacto directo de la crisis sobre su producto fue menor de lo que se temía y las políticas expansivas adoptadas tanto dentro como fuera de sus fronteras han impulsado su crecimiento del producto hasta el recalentamiento.

El endurecimiento de la política fiscal está en ciernes. La revisión de la sostenibilidad de las finanzas públicas por parte de los mercados ha obligado ya a varias economías de la zona del euro a aplicar medidas de austeridad, cuyos efectos serán sin duda mucho más contractivos de los que habría tenido una estrategia de salida en el momento oportuno.

⁸ En cambio, el crédito siguió aumentando, o incluso acelerándose, en numerosas EME. Véase una discusión del caso más extremo en E. Chan y H. Zhu, «Análisis del préstamo bancario en China», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2009, pp. 20–1.

⁹ Ésta es una medida imperfecta, al excluir los activos inmobiliarios y el valor actual del capital humano.

Las autoridades monetarias habrán de tener en cuenta los efectos de la consolidación fiscal al decidir cuándo normalizar la orientación de su política. Huelga decir que, además de los riesgos evidentes de endurecer prematuramente la política monetaria, hacerlo demasiado tarde también comporta riesgos. Si bien fue necesario recortar las tasas de interés hasta mínimos históricos para evitar el desplome del sistema financiero y de la economía real, mantenerlas reducidas durante demasiado tiempo también podría retrasar el inexcusable ajuste hacia un modelo económico y financiero más sostenible.