

III. Reequilibrar el crecimiento

Cinco años después de que estallara la crisis *subprime*, el crecimiento económico mundial todavía presenta desequilibrios. Entre las economías avanzadas que aún sufren las secuelas del profundo desplome de la actividad crediticia e inmobiliaria se cuentan principalmente España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido. El derrumbe de la construcción y otros sectores relacionados con la actividad inmobiliaria fue particularmente severo en los dos primeros. Los desequilibrios sectoriales asociados probablemente tendrán importantes efectos duraderos en el desempleo. Mientras familias y empresas se esfuerzan por cumplir con el servicio de sus deudas, los sistemas bancarios de estos países acusan los efectos de una elevada morosidad. Los cocientes de endeudamiento y los costes del servicio de la deuda también están creciendo en países que se libraron del desplome inmobiliario, a pesar de que el porcentaje de préstamos problemáticos en éstos sigue siendo reducido. Además, algunas economías cuyo crecimiento se ha basado principalmente en la exportación también podrían afrontar dificultades pronto.

Este capítulo examina en primer lugar los desequilibrios estructurales que deben corregirse para que las economías puedan retornar a una senda de crecimiento estable. A continuación se analiza el endeudamiento del sector privado (el análisis de la deuda pública se reserva para el Capítulo V), tanto en países que sufrieron una crisis financiera endógena como en otros que no. La última sección debate las implicaciones para las políticas.

Ajustes estructurales

Los modelos de crecimiento tendrán que cambiar en numerosos países. En algunos, el auge de los precios inmobiliarios condujo a un intenso crecimiento de la construcción y de otras actividades relacionadas con ese sector, provocando desequilibrios que deberán resolverse para que esas economías puedan crecer de forma sostenible. El desplome del sector de la vivienda también destapó deficiencias estructurales ya existentes, como rigideces en la legislación laboral y en la estructura productiva, que parecen irrelevantes en tiempos de bonanza pero que impiden el ajuste cuando la economía está en apuros.

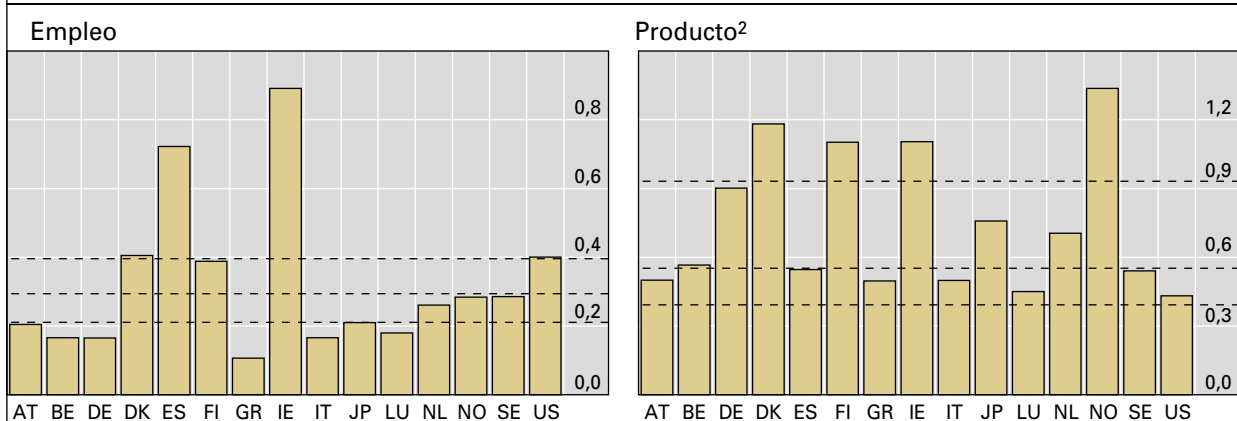
Los retos son diferentes en otras economías que se especializaron en exportar a países que ahora tienen menores perspectivas de crecimiento. Algunas de estas economías son muy competitivas, al menos en ciertos sectores, pero no dejan de estar expuestas a una desaceleración del crecimiento de sus socios comerciales.

El desempleo tras el desplome inmobiliario

El desempleo continúa siendo elevado en numerosas economías avanzadas, no solo en las aquejadas por la desconfianza sobre la deuda soberana (véase

Desequilibrios sectoriales en empleo y producto durante la Gran Recesión¹

Concentración de pérdidas de empleo y producción (variación absoluta media de las participaciones sectoriales entre 2008 y 2009), en puntos porcentuales



AT = Austria; BE = Bélgica; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; GR = Grecia; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Japón; LU = Luxemburgo; NL = Países Bajos; NO = Noruega; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Las líneas discontinuas indican, de abajo a arriba, el primer, segundo y tercer cuartil de la muestra de recesiones (periodos con crecimiento negativo), para los países enumerados durante el periodo 1980–2009. ² Valor añadido.

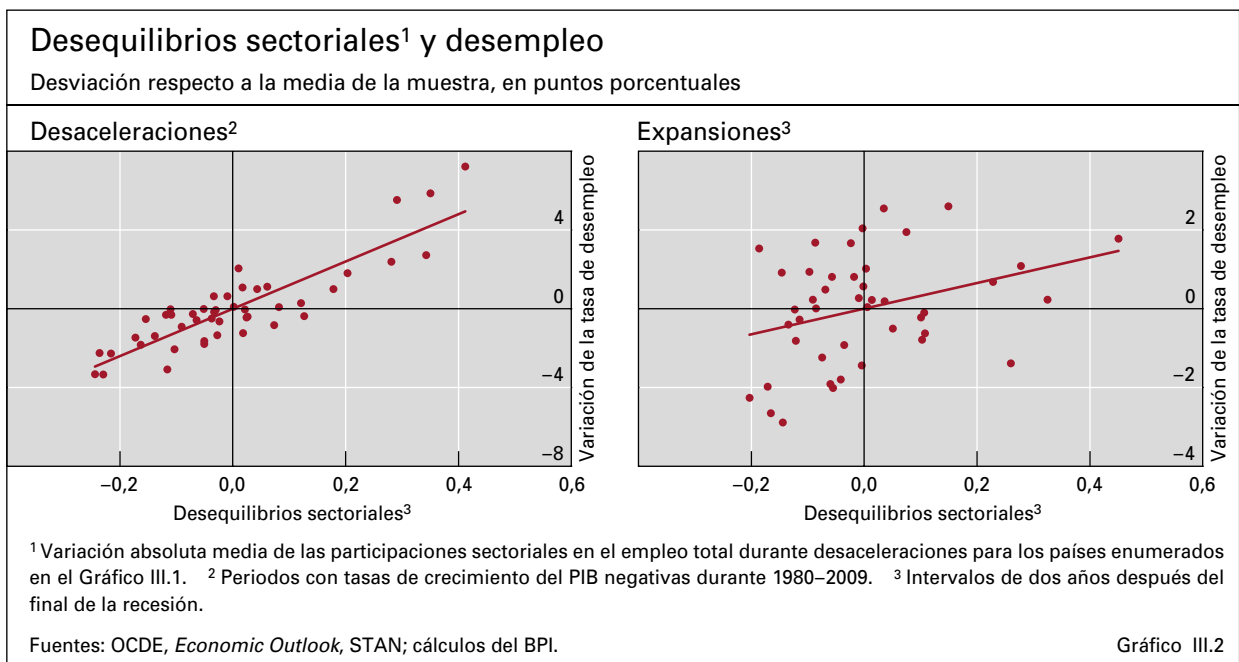
Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, STAN; cálculos del BPI.

Gráfico III.1

el Capítulo II). Un motivo de la persistencia del elevado nivel de desempleo son los desequilibrios sectoriales acumulados antes de la crisis, cuya verdadera magnitud sólo ahora se ha hecho patente¹. Durante el auge de la vivienda, el ritmo de crecimiento de los sectores constructor, inmobiliario y financiero fue muy superior al del resto de la economía. Por ejemplo en Irlanda, la participación de la construcción en el empleo total entre 1997 y 2007 se incrementó del 8,6% al 13%, y en España aumentó del 10% al 14%. En cambio en Estados Unidos dicha contribución permaneció prácticamente estable durante dicho período, avanzando del 4,5% al 5,2%. Pero los sobredimensionados sectores de la construcción en España e Irlanda se contrajeron con rapidez durante la Gran Recesión, cayendo su participación en el empleo por debajo de los niveles de 1997. Las elevadas tasas de desempleo en ambos países reflejan que los trabajadores despedidos no han encontrado por lo general otras fuentes de empleo, lo que demuestra que la reasignación de recursos entre sectores puede ser difícil, lo que a su vez puede frenar la recuperación.

Los desequilibrios suelen ponerse de manifiesto en los malos momentos. Por tanto, una buena medida de los desequilibrios sectoriales acumulados durante la fase de auge es la concentración de las pérdidas de empleo y producción en ciertos sectores durante la posterior desaceleración, ya que los sectores que han crecido por encima de un nivel sostenible suelen contraerse después en mayor medida. Por ejemplo, las pérdidas de empleo tras la crisis financiera se concentraron mucho más en sectores concretos en España e Irlanda que en Alemania o Japón (Gráfico III.1, panel izquierdo), países éstos que no experimentaron auges endógenos de la vivienda ni de la construcción,

¹ Véase BPI, *81º Informe Anual*, junio de 2011, Capítulo II.



sino que «importaron» la crisis a través de los canales comerciales y financieros. De hecho, las pérdidas de empleo registradas en España e Irlanda durante la Gran Recesión se concentraron mucho más en unos cuantos sectores en comparación con desaceleraciones anteriores (las líneas discontinuas del diagrama de barras indican los cuartiles muestrales). La experiencia de Estados Unidos se sitúa a caballo entre ambos grupos de países.

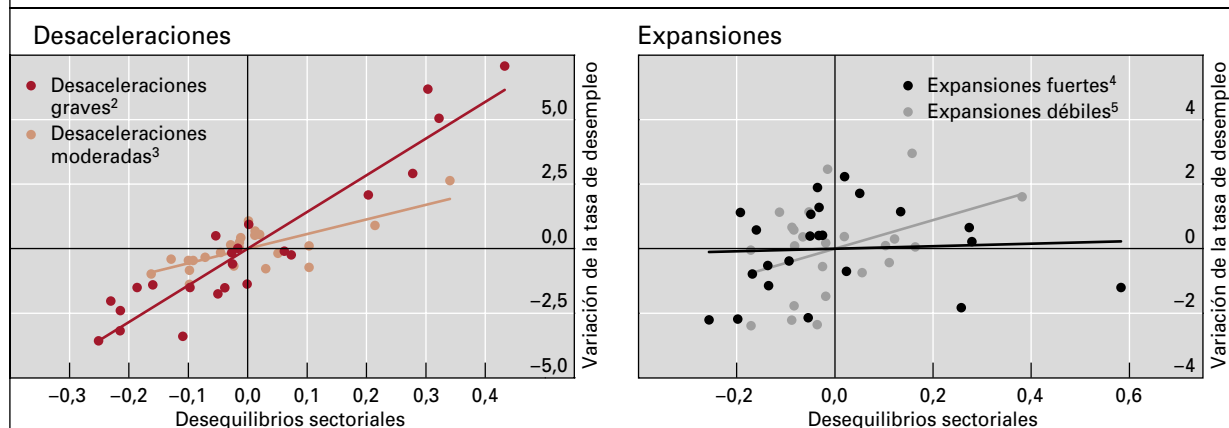
La concentración de las pérdidas en el producto (Gráfico III.1, panel derecho) es algo distinto al de las pérdidas de empleo. Algunos de los países que registraron pérdidas de empleo muy concentradas, como Irlanda, también sufrieron una caída muy concentrada de la producción, pero otros no. De hecho, la correlación entre los desequilibrios sectoriales calculados a partir del empleo y de la producción es bastante baja, con un valor inferior a 0,4. Por ejemplo, algunos países, como Alemania o Noruega, donde la caída del empleo no estuvo particularmente concentrada, sí experimentaron una desaceleración muy desequilibrada en términos de producción. En cambio, la caída de la producción en España se distribuyó mucho más uniformemente entre sectores que las pérdidas de empleo.

Los fuertes desequilibrios sectoriales con frecuencia conllevan un mayor aumento del desempleo durante la desaceleración (Gráfico III.2, panel izquierdo). De hecho, la concentración sectorial de las pérdidas de empleo explica el aumento del desempleo incluso mejor que la magnitud de la caída de la producción (ley de Okun)². Por ejemplo, entre 2007 y 2009, el desempleo

² Este resultado se obtiene estimando una regresión de corte transversal para países de la OCDE en la que la variación en la tasa de desempleo durante una desaceleración depende de la variación en el PIB durante ésta y de la concentración sectorial de las pérdidas de empleo durante la misma. Sugiere que el aumento del desempleo durante las desaceleraciones no depende tanto de la profundidad de éstas, cuanto de lo desequilibradas que sean.

Desequilibrios sectoriales¹ y desempleo, según la intensidad de la variación del PIB

Desviación respecto a la media muestral, en puntos porcentuales



¹Variación absoluta media de las participaciones sectoriales en el empleo total para los países enumerados en el Gráfico III.1, calculada para los periodos definidos como desaceleraciones. ² Desaceleraciones donde la variación del PIB es inferior a la mediana de los periodos de desaceleración. ³ Desaceleraciones donde la variación del PIB es superior a la mediana de los periodos de desaceleración. ⁴ Expansiones donde el crecimiento del PIB es superior a la mediana de los periodos de expansión. ⁵ Expansiones donde el crecimiento del PIB es inferior a la media de los periodos de expansión.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, STAN; cálculos del BPI.

Gráfico III.3

aumentó en España 8 puntos porcentuales más que en Japón. Según nuestras estimaciones, alrededor del 70% de esta diferencia, o 5,6 puntos porcentuales, se explica por el patrón más desequilibrado de la desaceleración en España. En promedio, las diferencias en los desequilibrios sectoriales entre países explican el 60% de las diferencias en las variaciones del desempleo entre países durante las recesiones, mientras que la caída del PIB explica menos del 20%.

Los fuertes desequilibrios sectoriales inducen no sólo mayores aumentos del desempleo durante las recesiones, sino también disminuciones más lentas de éste durante las recuperaciones posteriores (Gráfico III.2, panel derecho)³. De hecho, el desempleo sigue creciendo en países con fuertes desequilibrios aun cuando el PIB ya ha empezado a recuperarse, lo cual no es de sorprender, dadas las dificultades para reasignar recursos entre sectores. Cuando las pérdidas de empleo están muy concentradas durante una contracción económica, la reducción del desempleo en los dos primeros años de recuperación suele ser más lenta, incluso teniendo en cuenta el crecimiento del PIB. Por ejemplo, España, que junto con Irlanda experimentó las pérdidas de empleo más concentradas, también registró el mayor aumento del desempleo durante la recuperación posterior. Estas estimaciones también sugieren que, *ceteris paribus*, el desempleo en Estados Unidos habría disminuido 1,3 puntos porcentuales más en los dos años posteriores a la reciente contracción si su distribución sectorial de pérdidas de empleo hubiera sido similar a la de Alemania.

El impacto de los desequilibrios sectoriales en el desempleo es notable sobre todo en el caso de recesiones profundas y recuperaciones débiles (Gráfico III.3). Esto sugiere que el crecimiento del PIB solo explica

³ Definimos el periodo de expansión como los dos años posteriores al final de una desaceleración.

indirectamente el desempleo durante las recesiones, al elevar el coste de los desequilibrios sectoriales. En las expansiones, en cambio, el crecimiento del PIB es un factor explicativo del desempleo tanto directa como indirectamente. Un mayor crecimiento del PIB durante las expansiones conduce a caídas más intensas en el desempleo, incluso si los desequilibrios sectoriales son grandes. Los desequilibrios solo importan en las expansiones con bajo crecimiento, cuando frenan la reducción del desempleo.

Así pues, una intensa desaceleración acompañada de desequilibrios sectoriales sin precedentes representa la peor combinación posible para la evolución del mercado de trabajo en los años siguientes. Lamentablemente, es lo que afrontan en la actualidad España, Estados Unidos e Irlanda, que sufrieron una contracción desequilibrada seguida de una recuperación débil, lo que ayuda a explicar por qué se ha mantenido tan alto el desempleo. De cara al futuro, esta combinación de fuertes desequilibrios sectoriales y una tímida recuperación podría preparar el terreno para un prolongado periodo de alto desempleo.

Dependencia de la demanda externa

Las previsiones económicas anticipan un lento crecimiento en muchas economías durante algún tiempo. Dado que las exportaciones hacia esas economías no impulsarán el PIB con la misma fuerza que en el pasado, los países que han basado su crecimiento en las exportaciones tendrán que reorientar su modelo en cierta medida hacia la demanda interna. Por ejemplo, el panel izquierdo del Gráfico III.4 indica que, para una muestra de 28 economías emergentes y avanzadas representativas, tan solo en dos de ellas cabe esperar un crecimiento de sus socios comerciales en el periodo 2011–15 mayor que en 2003–07⁴. Si las previsiones de crecimiento se cumplen, el resto de economías experimentarán un deterioro (a veces notable) en el crecimiento de sus mercados de exportación. Países como Rusia y la India podrían sufrir importantes dificultades durante el periodo 2011–15 ante el crecimiento mucho más lento de algunos de sus socios comerciales (Ucrania y Turquía en el caso de Rusia y los mercados de Oriente Medio en el de la India). Los obstáculos también podrían ser considerables para la mayoría de los países europeos, que comercian intensamente entre sí y cuyas previsiones de crecimiento han sufrido una fuerte revisión a la baja.

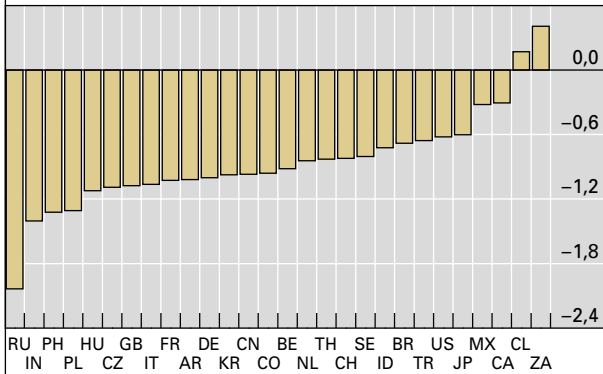
Cuanto más dependa una economía de las exportaciones, más le afectará el menor crecimiento de sus mercados de exportación. En este sentido, el panel derecho del Gráfico III.4 relaciona la caída esperada en el crecimiento de la demanda externa (ilustrada en el panel izquierdo) con la contribución media de las exportaciones al PIB en el periodo 2003–07. Por supuesto, el impacto sobre el crecimiento económico también dependerá del componente de importación que tengan las exportaciones, con respecto a lo cual solo se dispone de información limitada. El gráfico permite identificar dos grupos de países.

⁴ Estimamos la caída esperada del crecimiento de la producción comparando la tasa media de crecimiento del PIB de los 30 principales mercados de exportación en el periodo 2003–07 con las proyecciones para 2011–15.

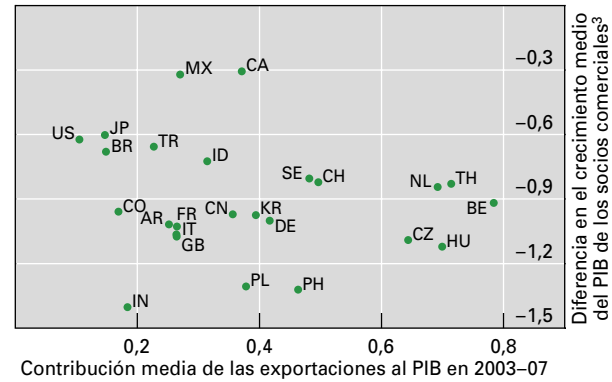
Sensibilidad del crecimiento a las exportaciones netas

En puntos porcentuales

Variación esperada en el crecimiento medio del PIB de los socios comerciales¹



Contribución de las exportaciones al PIB frente a la variación esperada en el crecimiento medio del PIB de los socios comerciales²



AR = Argentina; BE = Bélgica; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; DE = Alemania; FR = Francia; GB = Reino Unido; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NL = Países Bajos; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; SE = Suecia; TH = Tailandia; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

¹ Entre 2003-07 y 2011-15. Los socios comerciales son los 30 mayores destinos de exportación. El crecimiento del PIB corresponde al crecimiento medio del PIB de los distintos socios comerciales; ponderado por la contribución de las exportaciones. Para la muestra correspondiente al periodo 2011-15, las ponderaciones son la contribución de las exportaciones en 2009, debido a la disponibilidad de datos. ² Se excluyen Chile, Rusia y Sudáfrica. ³ Entre 2003-07 y 2011-15.

Fuentes: FMI, Direction of Trade Statistics y *Perspectivas de la Economía Mundial*; cálculos del BPI.

Gráfico III.4

Un primer grupo incluye pequeñas economías abiertas con una importante participación de las exportaciones en el PIB (superior al 60%) y que previsiblemente acusarán una fuerte caída en el crecimiento de sus socios comerciales. Es el caso de Bélgica, Hungría, los Países Bajos, la República Checa y Tailandia. Por ejemplo, alrededor de una quinta parte de las exportaciones tailandesas se dirigen hacia países cuyo crecimiento en 2011-15 podría disminuir al menos 2 puntos porcentuales respecto al periodo 2003-07.

Un segundo grupo incluye países que deberían ser relativamente inmunes a la evolución internacional, ya sea por tratarse de grandes economías cuyas exportaciones solo representan un pequeño porcentaje del PIB total, como Estados Unidos, Japón o Brasil, o bien porque se prevé un decrecimiento relativamente modesto de su demanda externa, como en los casos de Canadá, Indonesia, México y Turquía. En particular, Canadá, Estados Unidos y México podrían no verse afectados por los múltiples efectos adversos del débil crecimiento en el resto de regiones, ya que estas economías guardan estrechos vínculos comerciales entre sí y los analistas prevén que su crecimiento sea relativamente robusto.

China y los principales países de Europa Occidental (Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido) se sitúan de algún modo entre ambos grupos. Si bien es probable que se enfrenten a una caída significativa (en torno a 1 punto porcentual) en el crecimiento de sus socios comerciales, sus exportaciones no representan más del 40% de su PIB, lo que limita las repercusiones derivadas del menor crecimiento de la demanda externa. De estos países, Alemania puede ser el más vulnerable.

Sostenibilidad de la deuda

Los niveles insostenibles de deuda fueron en última instancia el origen de la crisis financiera y no hay claros indicios de que la situación haya mejorado mucho desde entonces. Los parámetros que miden la sostenibilidad de la deuda no han mejorado significativamente en las economías más afectadas por la crisis financiera, mientras en muchas otras han empeorado.

En España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido, países todos ellos que experimentaron un auge inmobiliario y su posterior desplome, los precios de la vivienda se sitúan en niveles muy inferiores a los niveles previos a la crisis y numerosos hogares y empresas tienen dificultades para afrontar la deuda contraída durante el auge⁵. Los datos agregados sugieren un cierto progreso en el desapalancamiento de los hogares británicos, españoles y estadounidenses. En Irlanda, los cocientes de deuda sobre ingresos han permanecido en niveles elevados, ya que las cuantiosas amortizaciones de deuda han ido acompañadas de una caída equivalente en la renta disponible. El sector empresarial no financiero de España, Irlanda y el Reino Unido no ha avanzado tanto en su desapalancamiento. En el caso de Estados Unidos, el endeudamiento financiero de este sector permaneció bastante estable durante el auge inmobiliario, por lo que no sería necesario un desapalancamiento generalizado tras el desplome de precios.

Dicho esto, los cocientes de deuda sobre ingresos agregados podrían dibujar un panorama demasiado benigno. En Estados Unidos, datos más detallados sugieren que el desapalancamiento agregado no se ha producido mediante el reconocimiento contable de pérdidas en deuda insostenible⁶, sino que se debió principalmente al descenso en el número de familias que aumentó su deuda hipotecaria (por ejemplo a través de la extracción de riqueza inmobiliaria mediante endeudamiento garantizado por el mayor valor neto de la vivienda) y a la acusada contracción de la concesión de nuevos préstamos hipotecarios. El escaso endeudamiento de quienes acceden por vez primera a vivienda en propiedad conlleva una menor actividad en el mercado residencial, que a su vez refleja el excesivo parque de viviendas sin vender. De hecho, el porcentaje de hogares que reconoce que probablemente o muy probablemente no podrá hacer frente a los pagos hipotecarios al año siguiente apenas ha caído, lo cual refleja que el proceso de desapalancamiento no ha avanzado mucho⁷. Aunque se carece de datos similares para España, Irlanda o el Reino Unido, la escasa compraventa de viviendas sugiere que el panorama no es muy diferente. Lo mismo se desprende del menor reconocimiento de pérdidas contables en la deuda a los hogares, que en estos países ha sido menor que en Estados Unidos.

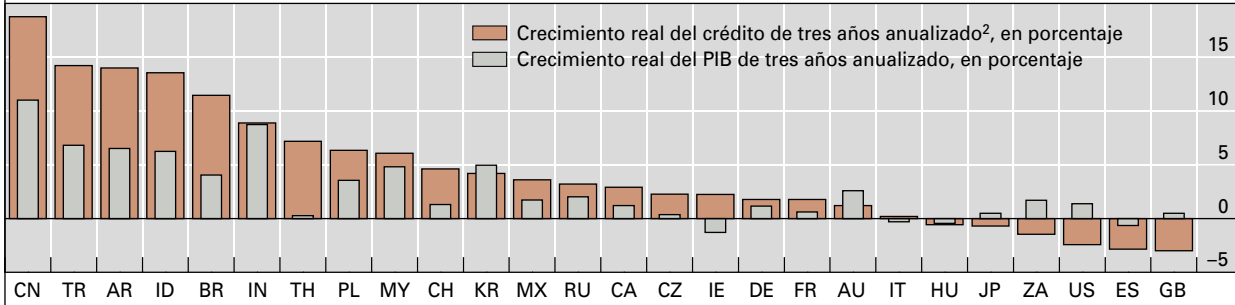
⁵ Véase un análisis del desapalancamiento del sector no financiero privado en el *81º Informe Anual del BPI*, junio de 2011, pp. 29-31.

⁶ El reconocimiento de pérdidas contables fue considerable, pero no se tradujo en una reducción equiproporcional de la deuda porque las propiedades suelen rehipotecarse tras su transmisión. Por esta razón, los datos agregados no revelan la contribución de dicho factor a la variación del endeudamiento de los hogares.

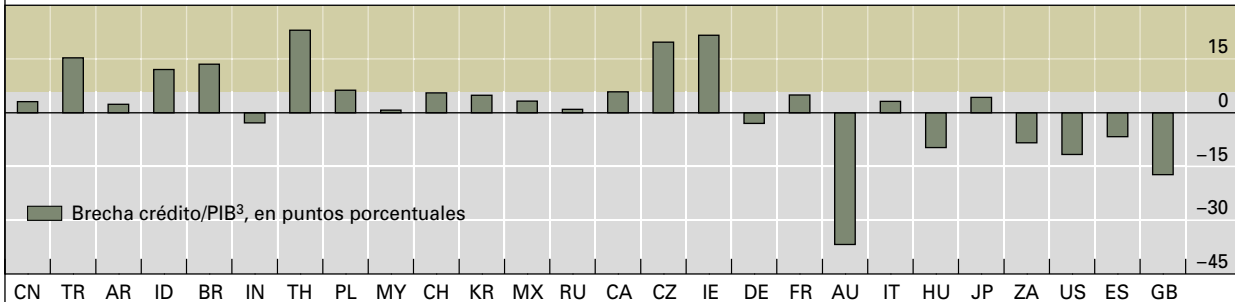
⁷ Véase N. Bhutta, «Mortgage debt and household deleveraging: accounting for the decline in mortgage debt using consumer credit record data», Consejo de la Reserva Federal, *Finance and Economics Discussion Series*, 2012-14, y K. Dynan, «Is a household debt overhang holding back consumption?», Brookings Institution, 2012, mimeografiado.

Crecimiento del crédito, crecimiento del PIB y brechas de crédito

Crecimiento del crédito y crecimiento del PIB¹



Brechas de crédito



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CN = China; CZ = República Checa; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; HU = Hungría; ID = Indonesia; IE = Irlanda; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

El área sombreada representa las brechas de crédito que superan el 6%.

¹ Tasa de crecimiento compuesta de tres años, cifras más recientes. ² Crédito total al sector privado no financiero. ³ Diferencia entre la relación crédito/PIB y la tendencia de la razón crédito/PIB; cifras más recientes.

Fuentes: bancos centrales; OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; cálculos del BPI.

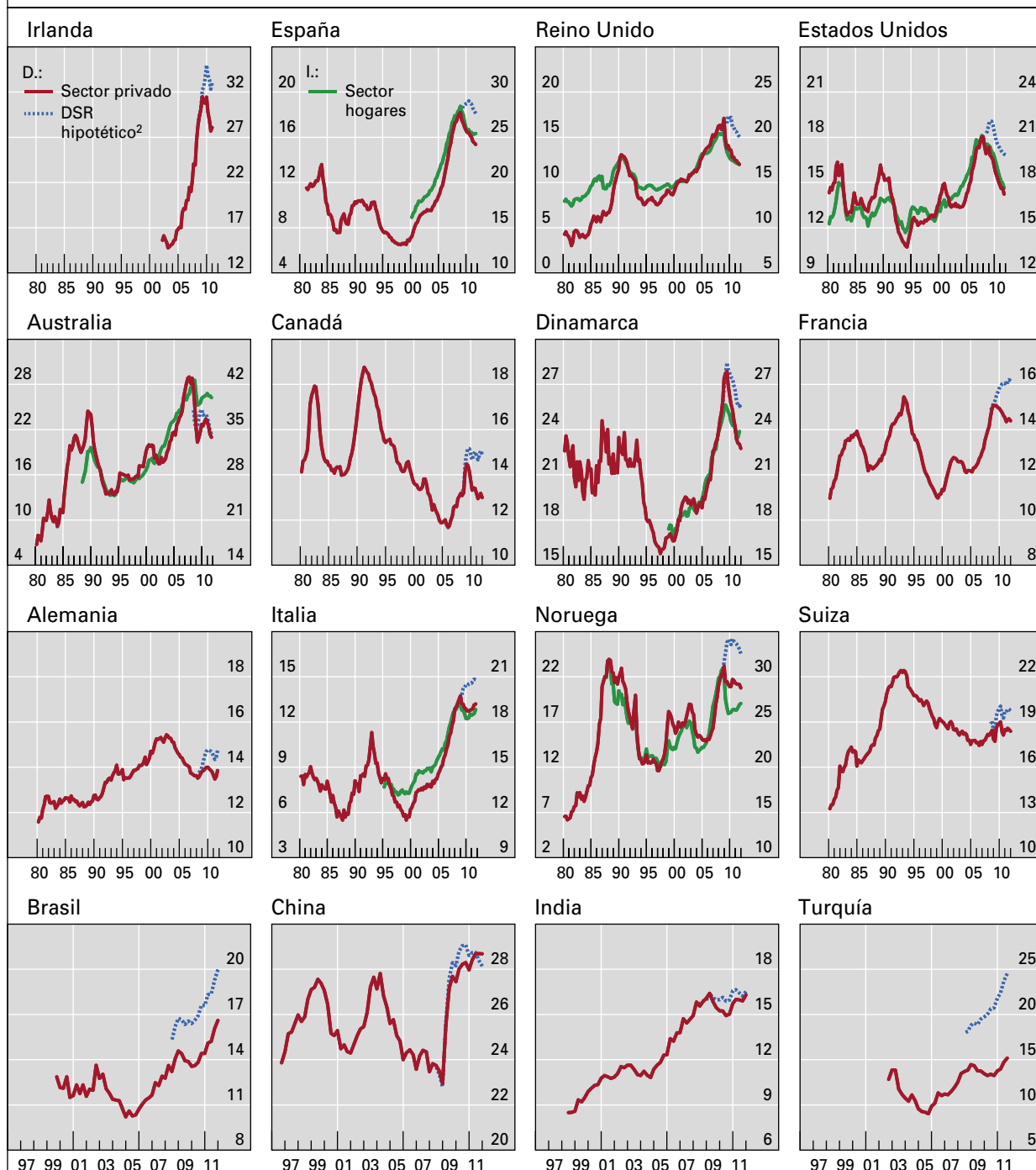
Gráfico III.5

Mientras el volumen de deuda sobre PIB ha caído en los cuatro países que además de la crisis financiera sufrieron el desplome de su mercado de la vivienda, en muchas otras economías ha seguido aumentando (Gráfico III.5, panel superior). El crédito ha crecido con fuerza en varias de las principales economías de mercado emergentes en los últimos años. Por ejemplo, el crédito aumentó en China casi un 20% anual en términos reales durante los tres últimos años, aunque este ritmo se ha ralentizado recientemente. En Turquía, Argentina, Indonesia y Brasil, el volumen de crédito también ha crecido más que el PIB e incluso se ha acelerado en los últimos tres años. Sin embargo, el crédito no solo creció rápidamente en las economías de mercado emergentes. Los hogares de varios países avanzados que no habían experimentado un auge inmobiliario ni crediticio pero cuyos sistemas bancarios sufrieron graves tensiones (por ejemplo, Francia, Italia y Suiza) han contraído sustanciales volúmenes de deuda adicional, en gran parte para financiar activos inmobiliarios. Únicamente los hogares alemanes han continuado reduciendo sus niveles de deuda con respecto a sus ingresos.

Un rápido crecimiento del crédito no es necesariamente nocivo. Los sistemas financieros de numerosas economías emergentes aún están relativamente subdesarrollados y muchas familias y empresas tienen vedado

Coeficientes de servicio de la deuda del sector privado y de los hogares en algunas economías¹

En porcentaje



¹ El coeficiente de servicio de la deuda (DSR) es la suma de pagos de intereses y amortizaciones de deuda, dividida por ingresos. Un incremento en dicha relación indica menor capacidad de los deudores para soportar perturbaciones adversas en sus ingresos. ² Nivel efectivo de deuda y cuantil del 75% de la distribución de tasas de interés desde T1 2000.

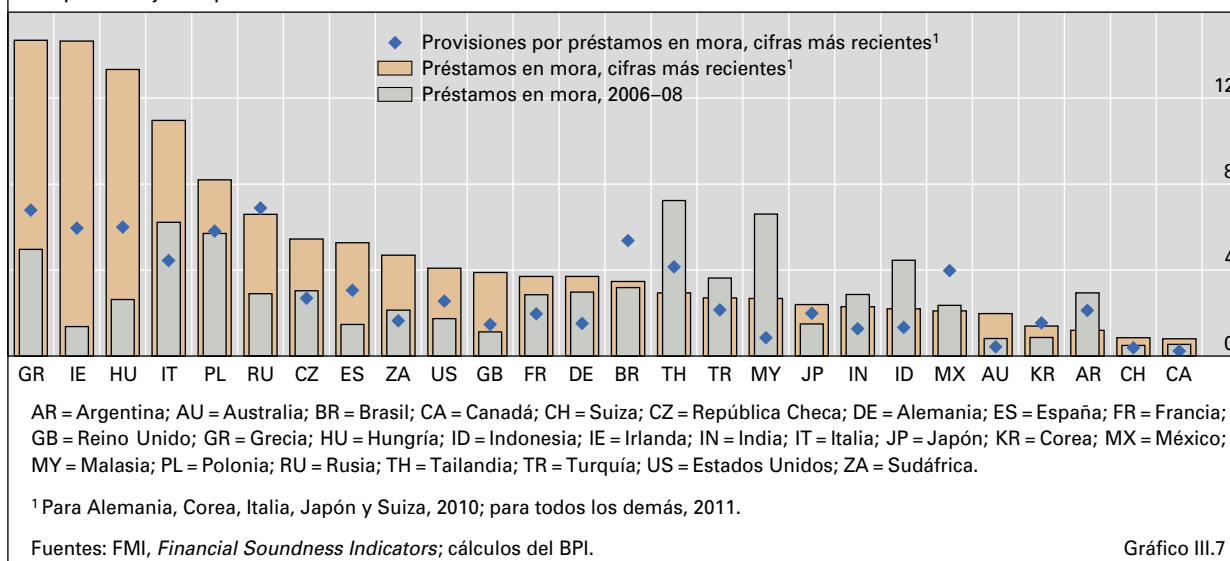
Fuentes: datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico III.6

el acceso a los mercados de crédito formales. Así pues, una rápida expansión crediticia podría reflejar tanto el desarrollo financiero como la existencia de excesos financieros. Incluso en economías avanzadas, el rápido crecimiento

Provisiones bancarias y préstamos en mora

En porcentaje del préstamo total



del crédito no tiene por qué presagiar de por sí la aparición de vulnerabilidades financieras.

Con todo, el proceso de desarrollo financiero lleva su tiempo: un crecimiento del crédito que supere la capacidad de las instituciones financieras de seleccionar y procesar operaciones de crédito puede dar lugar a decisiones erróneas en la concesión de préstamos y a tensiones financieras, incluso cuando el peso del crédito en el PIB sea reducido. Del mismo modo, el sobredimensionamiento del sector financiero también puede implicar que acapara demasiados recursos humanos, limitando con ello el desarrollo de otros sectores⁸.

Lamentablemente, no hay un procedimiento concluyente para diferenciar entre desequilibrios financieros y profundización financiera con crecimiento del crédito rápido pero sostenible. Con todo, cuando el crecimiento del crédito supera significativamente su tendencia de largo plazo y genera una brecha crediticia, suele presagiar una crisis financiera. Actualmente, algunos de los países que experimentan un rápido crecimiento del crédito (aunque no todos) presentan brechas crediticias superiores al 6%, niveles que en el pasado han presagiado serios problemas financieros (Gráfico III.5, panel inferior)⁹.

Los precios de los activos también parecen ser cada vez más excesivos en muchas economías emergentes. En algunos importantes mercados locales de Brasil, los precios inmobiliarios casi se han duplicado desde el inicio de la crisis *subprime*. La revalorización de activos inmobiliarios en China es aún

⁸ Véase S. Cecchetti y E. Kharroubi, «Reassessing the impact of finance on growth», enero de 2012, BPI, mimeografiado.

⁹ Calculamos las brechas de crédito como la diferencia entre el volumen de deuda pendiente sobre el PIB y su tendencia a largo plazo se calcula como un filtro de Hodrick-Prescott con un elevado parámetro de suavización. Para más información, véase C. Borio y M. Drehmann, «Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009, pp. 29-46.

más pronunciada y los precios del suelo en Pekín y Shanghai casi se han quintuplicado desde 2004. Otros mercados locales no se han mostrado tan pujantes, aunque los precios han crecido sustancialmente en muchos casos (véase el Capítulo II). En todos estos mercados emergentes, la acumulación de desequilibrios parece concentrarse fundamentalmente en ciertas regiones o segmentos del mercado (por ejemplo, en las viviendas de lujo en China). Aun así, esto no significa necesariamente que un eventual desplome vaya a ser menos lesivo para el sistema financiero siempre que las hipotecas también se concentren en estas zonas.

Las medidas del coste del servicio de la deuda también sugieren que los elevados niveles de deuda podrían ser un problema. La proporción del PIB que las familias y empresas de Brasil, China, la India y Turquía están destinando al servicio de su deuda supera o ronda sus cotas más altas desde finales de los años 90. Este indicador podría subir aún más si las tasas de interés subieran desde sus bajos niveles actuales (Gráfico III.6)¹⁰. La deuda tiende a acumularse en los balances del sector privado cuando las tasas de interés son bajas. Luego, cuando éstas suben, el aumento del coste del servicio de la deuda puede inducir un doloroso desapalancamiento. De nuevo, las economías de mercado emergentes no son las únicas que muestran elevados cocientes del servicio de la deuda. En los casos de Francia, Italia y Noruega, nuestras medidas se sitúan en los niveles más altos de los últimos 30 años, o próximas a ellos. Gran parte de la deuda de los países representados en el Gráfico III.6 presenta vencimientos relativamente cortos (salvo la deuda hipotecaria en Estados Unidos y, en menor medida, Alemania y Francia). Por tanto, el coste del servicio de la deuda podría aumentar sustancialmente si las tasas de interés recuperaran los niveles observados en los últimos ciclos, indicados por las líneas discontinuas del Gráfico III.6.

El rápido crecimiento del crédito en economías de mercado emergentes o avanzadas que están experimentando un auge crediticio no ha generado hasta ahora un aumento significativo de los préstamos problemáticos. La proporción de préstamos en mora sobre el total de préstamos concedidos en estos países permanece en general cercano o inferior a su promedio anterior a la crisis (Gráfico III.7). Obviamente, esto no ocurre en países cuya deuda soberana muestra unos elevados diferenciales, como España, Grecia, Irlanda e Italia, ni tampoco en algunos países europeos emergentes como Hungría, Polonia, la República Checa y Rusia. Con todo, la experiencia demuestra que los préstamos en mora son, en el mejor de los casos, señales simultáneas de problemas financieros, pero no actúan como indicadores adelantados¹¹.

¹⁰ Nuestras medidas del coeficiente de servicio de la deuda son estimaciones que utilizan información relativamente imprecisa sobre los plazos de vencimiento de los préstamos y sus tasas de interés medias. Para los países que no publican estos datos, multiplicamos el coeficiente de endeudamiento actual por la media ponderada de las tasas de interés a corto plazo. Esta solución ha demostrado ser bastante eficaz al contrastarla con los resultados obtenidos para países para los que se dispone de mejores datos sobre el coste del servicio de la deuda.

¹¹ Véase C. Borio y M. Drehmann, «Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences», BIS Working Papers n° 284, junio de 2009.

Reducir el endeudamiento de los hogares a niveles sostenibles

En el texto principal argumentamos que la recuperación no puede ser autosostenible a menos que la deuda de los hogares se reduzca hasta un nivel que haga factible su devolución. Limitarse a esperar a que el problema se resuelva por sí solo a medida que la economía se recupere conllevaría un coste demasiado elevado. En este recuadro, indicamos brevemente una serie de medidas a través de las cuales las autoridades podrían fomentar la reestructuración de los préstamos hipotecarios, que suponen la mayor parte de dicho endeudamiento insostenible.

La primera medida que las autoridades pueden adoptar consiste en inducir a las entidades prestamistas a reconocer pérdidas y actualizar el valor de los préstamos a precios de mercado. De este modo, se desalentaría la renovación automática de préstamos para que el deudor pueda seguir afrontando el servicio de la deuda («*evergreening*») y se reduciría también el coste adicional para las entidades prestamistas ante el alivio de la deuda o la ejecución de garantías.

La segunda medida consistiría en crear incentivos para que las entidades prestamistas reestructuren los préstamos de manera que los prestatarios tengan posibilidades reales de devolver sus deudas. La experiencia indica que las entidades prestamistas suelen mostrarse reticentes a la hora de reestructurar préstamos aun cuando hayan dotado provisiones que cubran todos o la mayor parte de los costes asociados a su cancelación contable. En su lugar, a menudo prefieren esperar hasta que se ven obligadas a ejecutar la correspondiente garantía ante la morosidad del prestatario. A principios de 2012, un total de 1,9 millones de hogares en Estados Unidos estaban siendo objeto de un proceso de ejecución hipotecaria, lo cual sitúa esta tasa tan solo ligeramente por debajo de los máximos alcanzados a finales de 2009 cuando se registraron más de 2 millones de ejecuciones hipotecarias. Puede que las ejecuciones hipotecarias sean una alternativa óptima desde el punto de vista de la entidad prestamista, pero sus costes sociales son considerables. Las propiedades que son objeto de este proceso suelen alcanzar unos precios de venta notablemente inferiores a los de las ventas voluntarias, debido en parte a los actos vandálicos y otro tipo de acciones degradantes de las que son objeto hasta que se completa el proceso⁹. Asimismo, las ejecuciones a gran escala también pueden motivar la caída del precio de la vivienda en la zona afectada, incidiendo negativamente en la viabilidad de otros préstamos que, en condiciones normales, no se habrían visto afectados.

Existen diversas razones por las que las entidades prestamistas se muestran reticentes a reestructurar sus préstamos y ofrecer alternativas que supongan el alivio de la deuda. En primer lugar, algunos préstamos pueden llegar a recuperarse aun después de haber incurrido en niveles graves de morosidad y, al reestructurar un préstamo, se elimina esta posibilidad. Esta cuestión puede desincentivar enormemente la reestructuración de los préstamos en aquellos sistemas jurídicos en los que la entidad prestamista puede tomar posesión de los futuros ingresos del prestatario así como del inmueble hipotecado. En segundo lugar, no es fácil determinar qué nivel de endeudamiento es realmente sostenible, en especial cuando existe incertidumbre sobre la tendencia de los precios de los inmuebles y de los ingresos de los hogares. Como resultado, muchos préstamos reestructurados terminan siendo objeto de incumplimiento¹⁰. En tercer lugar, el alivio de la deuda puede propiciar nuevos casos de morosidad en la cartera de préstamos de una entidad si esto se interpreta como un gesto de indulgencia con los prestatarios problemáticos. En cuarto lugar, los directivos de la entidad prestamista están obligados a proteger el valor de la base de activos de la entidad y el incumplimiento de sus obligaciones fiduciarias les podría exponer a potenciales litigios.

Las autoridades pueden modificar los incentivos de las entidades prestamistas con respecto a la reestructuración de préstamos de diversas maneras. Una opción que se utiliza con frecuencia consiste en crear una sociedad gestora de activos¹¹ que adquiera los préstamos a precios atractivos, esto es ligeramente superior a su valor de mercado actual. Otra alternativa es que las autoridades pueden proporcionar ayudas económicas a las entidades prestamistas o garantizar la deuda reestructurada si las entidades optan por renegociar los préstamos. En algunos casos, puede que sea necesario realizar cambios en el marco jurídico para eliminar obstáculos técnicos que dificulten la reestructuración de este tipo de deudas¹².

Inducir a las entidades prestamistas a reconocer pérdidas e reestructurar los préstamos conllevará costes fiscales (al menos a corto plazo) y podría generar riesgo moral. Por ejemplo, si se ofrece a los hogares más endeudados mejores condiciones que las ofrecidas a los hogares que fueron más conservadores, se podría estar incentivando un endeudamiento más imprudente en el futuro. Este problema se puede atajar con una regulación más estricta de las prácticas de concesión de préstamos

hipotecarios. Los costes fiscales de ayudar a los hogares a reducir la carga de su deuda pueden ser significativos, pero también pueden constituir un uso productivo de los fondos públicos y podrían ayudar a generar un crecimiento autosostenible en el futuro. La reestructuración de los préstamos y la puesta en práctica de alternativas para el alivio de la deuda que limiten al máximo las ejecuciones hipotecarias también refuerzan el sistema bancario, contribuyendo así a romper el vínculo entre los bancos más debilitados y la solvencia de la deuda soberana (véase Capítulo V). A largo plazo, la creación de una sociedad gestora de activos podría beneficiar incluso al erario público directamente, tal y como ha sucedido en muchos episodios anteriores.

® Véase J. Campbell, S. Giglio y P. Pathak, «Forced sales and house prices», *American Economic Review*, n° 101(5), 2011, pp 2108–31. ® Véase M. Adelino, K. Gerardi y P. Willen, «Why don't lenders renegotiate more home mortgages? Redefaults, self-cures and securitization», *NBER Working Papers*, n° 15159, julio de 2009. Por el contrario, la condición de préstamos titulizados de muchos préstamos estadounidenses no parece ser un obstáculo importante de cara a su renegociación. ® Véase L. Laeven y F. Valencia, «Systemic banking crises: a new database», *IMF Working Papers*, n° WP/08/224, 2008, donde hay ejemplos de sociedades gestoras de activos. ® Véase FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2012, Capítulo 3: «Dealing with household debt», donde se analiza una serie de programas de reestructuración de préstamos.

Retos de política

Este capítulo ha analizado tres cuestiones estructurales que parecen estar impidiendo que la economía mundial se interne en una senda de crecimiento sostenible. La primera es el legado de desequilibrios sectoriales acumulados durante los auges inmobiliario y crediticio que precedieron a la crisis. La segunda es la excesiva dependencia de las exportaciones dirigidas hacia algunos países cuyo crecimiento probablemente se ralentice en los próximos años. Y la tercera son unos niveles insostenibles de deuda, sea en forma de sobreendeudamiento en países que experimentaron auges y desplomes inmobiliarios, o en forma de expansiones crediticias e inmobiliarias en economías que no se vieron afectadas por la crisis anterior. En esta sección se examinarán los retos que plantean estos tres factores.

Para empezar, los auges inmobiliario y crediticio indujeron una incorrecta asignación de recursos que puede tardarse mucho en subsanar. El sobredimensionado sector de la construcción y otros sectores relacionados con la actividad inmobiliaria deben contraerse, lo que tenderá a elevar el desempleo. El apoyo a sectores en contracción puede ofrecer alivio a corto plazo, pero también socavar el crecimiento a largo plazo al obstaculizar la reasignación eficiente de recursos o aumentar la deuda pública. Identificar qué sectores serán los catalizadores del futuro crecimiento resulta complicado, cuando no imposible, aunque los abultados déficits por cuenta corriente anteriores a la crisis¹² sugieren que, en algunos países, es deseable que el reequilibrio se oriente hacia sectores productores de bienes o servicios comerciales. La supresión de restricciones en los mercados de bienes y servicios debería contribuir a promover este reequilibrio¹³. Las redes de seguridad social son importantes para facilitar la transición, pero en muchos países están sufriendo graves tensiones debido a la precariedad de las finanzas públicas (véase el Capítulo V).

¹² Véase el Capítulo III del 81° Informe Anual del BPI, junio de 2011.

¹³ Puede consultarse un listado de obstáculos a la reasignación sectorial de recursos en la publicación *Economic Policy Reforms 2012: Going for growth* de la OCDE.

En segundo lugar, sustituir el crecimiento impulsado por las exportaciones por un modelo más equilibrado exige importantes ajustes estructurales que no pueden ser implementados de la noche a la mañana. El primer paso más prometedor es eliminar cualquier incentivo distorsionado en la economía que favorezca las exportaciones frente a la producción para el mercado interno. Las distorsiones más obvias son la infravaloración artificial de la moneda nacional y las subvenciones (directas o indirectas) a la exportación¹⁴. Otras distorsiones menos obvias, pero no por ello menos importantes, son las reglamentaciones excesivas (o simplemente ineficientes) que coartan la actividad interna. No obstante, alentar el crédito y los precios de los activos es el camino equivocado para estimular la absorción interna de la producción, por crear distorsiones distintas pero igualmente nocivas.

El último reto es afrontar niveles de deuda insostenibles. Las altas tasas de morosidad crediticia en los países situados en el epicentro de la crisis indican de forma inequívoca que gran parte de la carga de la deuda es insostenible, y dificulta el crecimiento al menos a través de dos mecanismos. Primero, los hogares de los países que sufrieron un desplome inmobiliario han elevado sus tasas de ahorro, lo que frenará el crecimiento hasta que se alcance un nuevo equilibrio. Segundo, los balances deteriorados de las instituciones financieras limitan su capacidad para conceder nuevo crédito a proyectos que son rentables (véase el Capítulo IV). El reto consiste en incentivar a bancos y otros proveedores de crédito para que reconozcan plenamente las pérdidas y den de baja contablemente deudas incobrables (véase el recuadro). El saneamiento de los balances bancarios también es importante para garantizar un flujo de crédito fluido hacia la economía, especialmente cuando se impone una considerable reasignación de recursos entre sectores¹⁵. Para alentar este proceso podría ser necesario utilizar los balances del sector público.

La deuda insostenible también podría convertirse en un problema en países que vienen experimentando un rápido crecimiento del crédito en términos históricos. Para evitarlo, se precisan dos condiciones. Primera, la tasa de crecimiento del crédito debe mantenerse a un nivel que no sobrecargue la capacidad del sistema bancario para realizar una correcta evaluación de la solvencia. Segunda, dotar de bases suficientemente sólidas a bancos y otras instituciones financieras para que puedan soportar alzas transitorias de activos problemáticos. En un momento en el que las tasas de interés son bajas en las principales economías avanzadas y los mercados emergentes experimentan fuertes entradas de capital, la política monetaria se encuentra ante un dilema. Es evidente que unas bajas tasas de interés no frenarán el auge del crédito, pero unas tasas de interés elevadas pueden atraer incluso más capital,

¹⁴ Sin duda, las medidas administrativas no son el único modo de distorsionar los tipos de cambio. Una política monetaria anticíclica bien intencionada puede generar unos tipos de cambio igualmente artificiales.

¹⁵ Véanse T. Hoshi y A. Kashyap. «Will the US bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan», *Journal of Financial Economics*, n° 97, 2010, pp. 398–417, y C. Borio, B. Vale y G. von Peter, «Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?», *BIS Working Papers*, n° 311, junio de 2010.

alentando así el auge crediticio interno. Una posible solución consiste en acompañar el aumento de las tasas con medidas macroprudenciales como puedan ser unos mayores coeficientes de capital o menores relaciones préstamo-valor. Incluso si estos instrumentos fueran incapaces de limitar significativamente el crecimiento del crédito, cuando menos reforzarían el sistema financiero frente a las consecuencias de una contracción crediticia.

En este capítulo se han analizado una serie de problemas estructurales y sus correspondientes soluciones estructurales. Sin embargo, no hemos abordado la crisis de confianza que afecta a muchas economías, especialmente en la zona del euro. La resolución de los problemas estructurales durante una crisis de confianza no solo es más difícil, sino que también reviste mayor importancia aún que en periodos de bonanza. El aumento de la dificultad se debe a que el desempleo se sitúa ya en niveles elevados y escasea la financiación pública que pudiera mitigar los costes de los ajustes necesarios a corto plazo. Por su parte, su mayor importancia radica en que no es probable una recuperación de la confianza hasta que las autoridades se enfrenten decididamente a las deficiencias estructurales.