

LA ÚLTIMA RECESIÓN EN LA ZONA DEL EURO EN UN CONTEXTO HISTÓRICO

ARTÍCULOS

La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico

La última recesión en la zona del euro ha sido la más profunda desde la Gran Depresión de los años treinta, y, dado que se ha caracterizado por un período de crisis financiera, es distinta de otras recesiones más «típicas». En este artículo se resumen sus principales características y se examina la evolución de algunas variables macroeconómicas fundamentales en recesiones anteriores, tanto para un agregado sintético de la zona del euro como para las economías de la OCDE, desde 1970 (un período para el que se dispone de un conjunto completo de datos). La experiencia de crisis financieras anteriores y también el carácter global de la última recesión indican que, probablemente, la economía de la zona del euro sólo se recuperará de forma paulatina. No obstante, cabe la posibilidad de que la incertidumbre siga siendo elevada a lo largo de la senda de recuperación económica.

I INTRODUCCIÓN

En 2008, la zona del euro entró en una recesión especialmente profunda, que se ha convertido en la más grave del área —o, para el período anterior a 1999, la de un agregado sintético de la zona—, desde la Gran Depresión de los años treinta¹. Efectivamente, el deterioro observado en el crecimiento del PIB real de la zona del euro ha sido con diferencia el más acusado y profundo desde 1970, un período para el que se dispone de un conjunto completo de datos (véase gráfico 1). Los factores que condujeron a esta recesión son muchos, pero una característica fundamental que la diferencia de otras ha

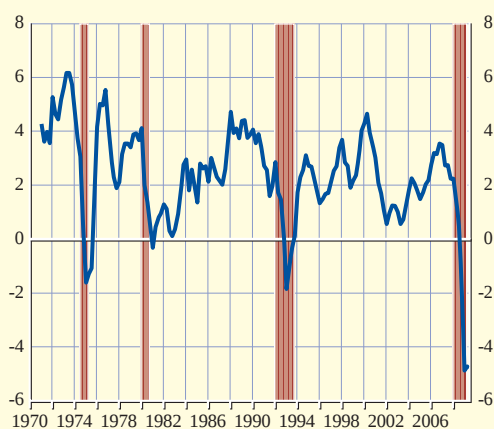
sido la persistencia de la crisis financiera, tras una serie de excesos cometidos en los mercados de activos de todo el mundo. Indudablemente, esta crisis contribuyó decididamente al rápido inicio de la caída generalizada de la actividad, tanto desde el punto de vista geográfico como sectorial. Dada la magnitud de la contracción, la incertidumbre en torno a la posible trayectoria futura de la actividad en la zona del euro ha sido considerable. En este contexto, conviene comparar la situación actual con las recesiones anteriores y analizar, desde una perspectiva histórica, cómo han tendido a materializarse las distintas recuperaciones¹.

En este artículo se resumen las características principales de la última recesión registrada en la zona del euro, y se examina la evolución de algunas variables macroeconómicas fundamentales en recesiones anteriores, tanto para un agregado sintético de la zona como para las economías de la OCDE, desde 1970. Al considerar estos episodios anteriores, el artículo distingue entre las recesiones que se caracterizan por ir acompañadas de crisis financieras y las recesiones de carácter cíclico más típicas. Las crisis financieras son períodos en los que las instituciones financieras y las empresas se encuentran ante graves dificultades para atender a tiempo sus obligaciones financieras, acompañadas, posiblemente, de un gran número de impagos.

Los patrones observados en estos episodios históricos pueden proporcionar una referencia de utilidad para comprender la evolución de los indicadores

Gráfico 1 Crecimiento del PIB real de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat / base de datos del modelo para la zona del euro del BCE de G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, «An area-wide model (AWM) para la zona del euro», *Economic Modelling*, vol. 22 (1), enero de 2005, pp. 39-59.

Nota: Las áreas sombreadas en rojo representan las recesiones de la zona del euro definidas por el Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

1 Este artículo se basa en los datos disponibles hasta el 15 de octubre de 2009.

macroeconómicos en los períodos de recuperación. Si bien estos patrones pueden ser clarificadores, existen varias limitaciones a este análisis, entre las que destaca el hecho de que resulta improbable que la historia se repita totalmente, dado el carácter único de las recesiones y las recuperaciones anteriores. Ciertamente, los cambios estructurales efectuados a lo largo del tiempo, junto con las distintas perturbaciones que han afectado a la economía, dan a entender que la recesión más reciente tiene muchas características especiales que no comparte con episodios históricos previos. Dicho esto, la extracción de regularidades empíricas del comportamiento de algunos agregados macroeconómicos durante recuperaciones anteriores puede proporcionar un cierto contexto, e incluso una cierta orientación, sobre la manera en que se podría materializar una recuperación.

Este artículo se organiza como sigue. En primer lugar, se presentan las características de la recesión más reciente registrada en la zona del euro, destacándose las enormes dificultades para prever su intensidad. En segundo lugar, se compara con recesiones anteriores, tanto para un agregado sintético de la zona como para las economías de la OCDE (identificando períodos concretos de crisis en estas economías), registradas a partir de los años setenta. Sobre la base de estas comparaciones, se extraen algunas conclusiones generales sobre la posible forma que puede adoptar la recuperación.

2 ANÁLISIS DE LA ÚLTIMA RECESIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La última recesión en la zona del euro ha sido especialmente acusada en cuanto a la rapidez y la profundidad de la desaceleración de la actividad económica. No obstante, estas características no han sido exclusivas de la zona del euro; de hecho, según distintos indicadores, la economía mundial ha sufrido la crisis más profunda desde la Gran Depresión de los años treinta. Varios elementos han contribuido a esta marcada contracción de la actividad mundial y de la zona del euro. En concreto, ha comportado una combinación de factores macroeconómicos, sucesos en los mercados finan-

cieros y significativas deficiencias en la arquitectura regulatoria y supervisora, que prepararon el terreno para una crisis financiera. El sistema financiero tal y como funcionaba en la década anterior a la crisis —con sus incentivos inadecuados y productos excesivamente complejos y con los desequilibrios globales como contexto macroeconómico— entrañaba un grado excesivo de asunción de riesgos. Tras el *boom* de la vivienda registrado en la mayoría de las economías industrializadas, los precios de los inmuebles descendieron de forma pronunciada, se pusieron de manifiesto diversas deficiencias y los inversores perdieron la confianza repentinamente, a medida que se extendía la ola de pánico. Después de años de una excepcional tolerancia al riesgo y de elevados beneficios, el péndulo osciló en dirección contraria, pues los mercados pasaron a ser extremadamente sensibles al riesgo financiero, lo que afectó al precio de todas las clases de activos.

La actividad en la zona del euro creció considerablemente durante el período 2005-2007. No obstante, hacia mediados del 2009, el PIB real de la zona del euro se situaba en torno a un 5% por debajo del máximo alcanzado a principios del 2008². Inicialmente, la contracción fue mayor en Estados Unidos, donde comenzó debido a la necesidad de corregir los excesos cometidos en el mercado de la vivienda. Con todo, los indicadores macroeconómicos de la zona del euro también estaban señalando ya cierta desaceleración en la actividad cuando se inició la crisis financiera en agosto del 2007. Llegado el momento, el ciclo económico de la zona del euro siguió en gran medida al de Estados Unidos, prácticamente igual que en ocasiones anteriores (véase recuadro 1).

2 Definir y datar las recesiones no es sencillo. Por ejemplo, el Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (CEPR) consideró a comienzos del 2009 que la última recesión en la zona se había iniciado en enero de 2008. Sin embargo, el PIB real únicamente empezó a descender en el segundo trimestre de 2008, una evolución que en aquel momento parecía reflejar, en parte, algunas correcciones del intenso crecimiento observado en el trimestre anterior.

Recuadro I

**RELACIONES DE LA DINÁMICA CÍCLICA DE LA ZONA DEL EURO CON LA DE ESTADOS UNIDOS:
REGULARIDADES HISTÓRICAS EXTRAÍDAS DE COMPARACIONES CON CICLOS ANTERIORES**

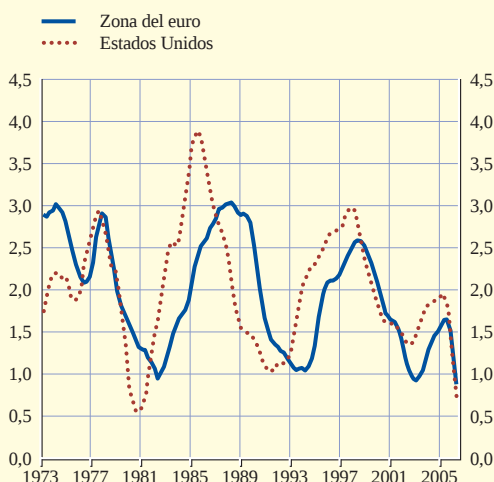
En este recuadro se analizan algunos estudios empíricos sobre las relaciones económicas entre Estados Unidos y la zona del euro. En general, la evidencia de que la actividad económica en Estados Unidos y en las economías de la zona del euro ha estado muy interrelacionada en los últimos 40 años es sólida. Las comparaciones con ciclos económicos anteriores sugieren ciertas regularidades históricas que caracterizan la dinámica cíclica de ambas áreas. En primer lugar mientras que, por lo general, la actividad en Estados Unidos y en la zona del euro está correlacionada, los ciclos de la zona tienden a estar desfasados con respecto a los de Estados Unidos. En segundo lugar, pese a una importante correlación, la dinámica de ajuste es diferente en las dos áreas: la economía estadounidense tiende a recuperarse rápidamente tras haber registrado caídas pronunciadas en la demanda, mientras que, desde un punto de vista histórico, los países de la zona del euro han experimentado recesiones más suaves y recuperaciones más lentas. En tercer lugar, las perturbaciones en Estados Unidos han tendido a globalizarse con el tiempo, al transmitirse al resto del mundo, en general, y a la zona del euro, en particular. Estas tres regularidades empíricas clave identificadas en los estudios económicos se examinan a continuación de forma más detallada.

Correlaciones, adelantos y retardos

La actividad económica en Estados Unidos y en la zona del euro (medida en términos de PIB per cápita) ha estado correlacionado durante los últimos 40 años (véase gráfico A). La evidencia descriptiva sugiere que el ciclo económico en Estados Unidos va por delante del de la zona del euro y que las fluctuaciones en estas dos economías se producen en torno a una tendencia común. Estas dos regularidades empíricas han sido confirmadas por la investigación económica.

Gráfico A Crecimiento del PIB per cápita

(tasas de variación interanual; datos trimestrales; medias móviles centradas de cinco años)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Economic Analysis.

En primer lugar, utilizando un modelo VAR bivariente simple para el PIB de Estados Unidos y de la zona del euro, Giannone y Reichlin (2006) muestran la existencia de relaciones sistemáticas desde 1970 entre la actividad económica de estas dos economías, teniendo el PIB de la zona del euro un retardo cercano a cuatro trimestres con respecto al PIB de Estados Unidos¹. Dees y Vansteenkiste (2007) muestran también que el ciclo de Estados Unidos va por delante del de la zona del euro, pero observan que las recesiones de Estados Unidos se transmiten con más rapidez a la zona del euro que las recuperaciones². En promedio, una recesión en

- 1 Véase D. Giannone y L. Reichlin, «Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?», Documento de Trabajo n.º 595, BCE, 2006.
- 2 Véase S. Dees y I. Vansteenkiste, «The transmission of US cyclical developments to the rest of the world», Documento de Trabajo n.º 798, BCE, 2007.

Estados Unidos tarda dos trimestres en transmitirse a la zona del euro, mientras que, en el caso de una recuperación, tarda seis trimestres. En el pasado, estas estimaciones se han satisfecho en promedio, pero cada recesión es naturalmente algo diferente en términos de sus retardos, su profundidad y su duración.

En segundo lugar, Giannone y Reichlin (2005) y Giannone et ál. (2009) muestran que el PIB real per cápita en Estados Unidos y en la zona del euro comparte una tendencia común³. El nivel del PIB real per cápita en la zona ha sido, en promedio, un 30% más bajo que el de Estados Unidos, y la brecha entre las dos áreas ha revertido a la media en torno a ese valor (véase gráfico B). El test de causalidad de Granger también proporciona evidencia de que la brecha en las tasas de crecimiento no determina el crecimiento futuro de Estados Unidos, pero ayuda a explicar el crecimiento en la zona del euro. Esto confirma el carácter aparentemente «unilateral» de la relación.

Correlación de los ciclos reales y diferencias en el ajuste cíclico

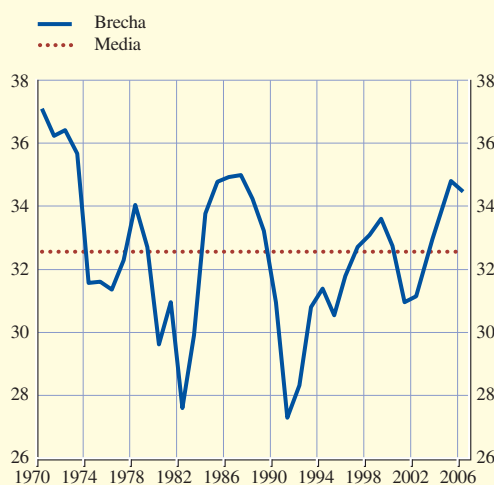
Las dos regularidades empíricas mencionadas anteriormente sugieren que cuando el PIB de la zona del euro y el de los Estados Unidos se desvían de su relación de largo plazo, el ajuste se produce más rápidamente en Estados Unidos, mientras que la zona del euro converge de manera más lenta. Lo anterior queda confirmado en Duval et ál. (2007), quienes observan que —en los países de la zona del euro— el impacto inicial de las perturbaciones comunes sobre la brecha de producción es más reducido que en Estados Unidos, aunque las brechas son más persistentes (véase gráfico⁴). Por lo

3 Véanse D. Giannone y L. Reichlin, «Euro area and US recessions, 1970-2003», en L. Reichlin (ed.) *Euro area business cycle: stylized facts and measurement issues*, CEPR, 2005, y D. Giannone, M. Lenza, y L. Reichlin, «Business cycles in the euro area», Documento de Trabajo n.º 1010, BCE, 2009.

4 Véase R. Duval, J. Elmeskov y L. Vogel, «Structural Policies and Economic Resilience to Shocks», OECD Economics Department Working Paper n.º 567, 2007.

Gráfico B Brecha entre el PIB per cápita en Estados Unidos y en la zona del euro

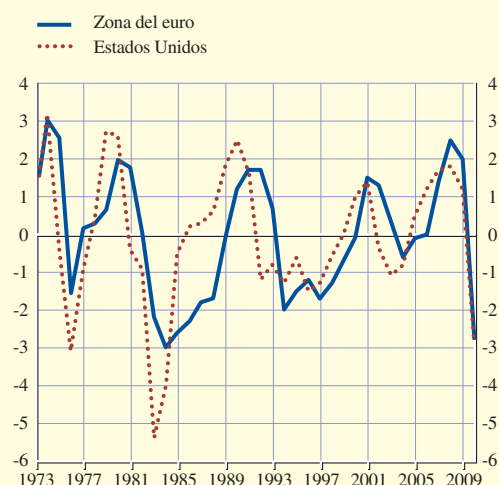
(en puntos porcentuales; medias móviles centradas de cinco años)



Fuente: Giannone, Lenza y Reichlin, 2009.
Notas: El gráfico representa la diferencia entre los nivel logarítmicos del PIB per cápita en Estados Unidos y en la zona del euro en el período 1970-2006.

Gráfico C Brechas de producción

(producto en porcentaje de su nivel potencial estimado)



Fuente: Comisión Europea (AMECO).
Notas: La serie de la zona del euro se refiere a los 12 países que pertenecían a la zona del euro en 2005. Las cifras de 2009 relativas a la zona del euro y a Estados Unidos son previsiones de la Comisión Europea.

tanto, la economía estadounidense tiende a recuperarse rápidamente tras haber registrado acusados descensos en la demanda, mientras que, desde una perspectiva histórica, los países de la zona del euro experimentan recesiones más suaves y recuperaciones más lentas.

En general, pese a la evidencia de que existe un componente específico en el ciclo económico de cada área económica⁵, los ciclos reales de Estados Unidos y de la zona del euro siguen estando muy correlacionados. De hecho, también existe correlación entre la actividad en Estados Unidos y un indicador de la actividad en el resto del mundo. Estas correlaciones no reflejan sólo y necesariamente la transmisión de la perturbaciones idiosincrásicas en Estados Unidos, si no que, por el contrario, podrían representar el impacto de perturbaciones de carácter más general. La globalización ha contribuido a aumentar la sincronización de los ciclos económicos.

La globalización y la transmisión de la dinámica cíclica

La mayor integración comercial y financiera ha dado lugar a la sincronización de los ciclos económicos internacionales en el periodo de posguerra. Varios estudios muestran que, con el tiempo, se ha producido un incremento de la sincronización, lo que indica que la globalización promueve la relación económica internacional y aumenta las correlaciones de los ciclos económicos⁶.

Dees y Saint-Guilhem (2009) encuentran evidencia relativa a que, con el tiempo, la evolución cíclica de Estados Unidos ha pasado a ser más global y cada vez más persistente⁷. Esto podría explicarse en parte por el creciente papel de los efectos indirectos —bien a través de terceros países o bien de una transmisión adicional dentro de cada economía— que hace que la evolución cíclica de Estados Unidos sea más global.

En particular, las recesiones que se originan en Estados Unidos tienden a ser profundas y suelen ir acompañadas de una fase contractiva sincronizada y prolongada en todo el mundo. Además, las recesiones sincronizadas a escala internacional duran más y provocan mayores pérdidas de producción que las recesiones que no están sincronizadas⁸. Por último, parece que el comercio internacional tiende a caer significativamente cuando Estados Unidos también está en recesión.

5 Por ejemplo, Stock y Watson (2005) presentan evidencia de la aparición de dos grupos cíclicos, es decir, los países de la zona del euro y los países de habla inglesa. Véase J. Stock y M. Watson, «Understanding changes in International Business Cycle Dynamics», *Journal of the European Economic Association*, 3 (5), 2005, pp. 908-1006.

6 Véanse, por ejemplo, M. A. Kose, C. Otrok y C. H. Whiteman «International Business Cycles: World, Region and Country-Specific Factors», *American Economic Review*, 93 (4), 2003, 1216-1239, y M. J. Artis, y T. Okubo «Globalization and Business Cycle Transmission», CEPR Discussion Papers 7041, 2008.

7 Véase S. Dees y A. Saint-Guilhem «The role of the United States in the global economy and its evolution over time», Documento de Trabajo n.º 1034, BCE, 2009.

8 Véase FMI, «From Recession to Recovery; How Soon and How Strong?», *Perspectivas de la Economía Mundial*, capítulo 3, abril de 2009.

Más en general, la desaceleración pasó rápidamente a ser mundial. A ello contribuyó el hecho de que, a pesar de la crisis financiera, los precios del petróleo alcanzaron máximos históricos a mediados de 2008, frenando significativamente la actividad macroeconómica. La situación empeoró sensiblemente en el verano de 2008, cuando los Gobiernos se vieron obligados a prestar una ayuda

sustancial a distintas instituciones financieras de Estados Unidos y de la zona del euro, y se agravó aún más en septiembre de 2008. Tras la quiebra de Lehman Brothers, los mercados financieros se paralizaron, el crédito interbancario se congeló, los diferenciales de crédito registraron niveles máximos y la confianza se derrumbó. Dada la creciente integración de las economías, estos efectos se ex-

tendieron rápidamente por todo el mundo, acentuando la desaceleración del ritmo de la actividad, que ya era pronunciada. La confianza empeoró de forma repentina prácticamente en todos los sectores y regiones, en lo que parecía ser un pánico generalizado. Como las expectativas sobre la actividad económica futura se revisaron a la baja de forma considerable, la demanda agregada disminuyó sensiblemente, como consecuencia de una masiva desaccumulación de existencias y de una caída del gasto en inversión, lo que contribuyó a que se produjera una contracción extraordinariamente importante del comercio internacional (véase recuadro 2). En paralelo, las tasas de ahorro de los hogares se incrementaron debido a la reacción de las familias a la reducción del valor de sus activos y a un entorno más incierto. En última instancia, a causa de su elevado nivel de apertura y del gran tamaño de su sector manufacturero, la economía de la zona del euro se vio muy castigada. Dentro de la zona, los países que más sufrieron fueron los que habían experimentado un considerable *boom* inmobiliario.

La rápida y espectacular contracción del ritmo de actividad económica supuso que la mayoría de los analistas cometieran errores de predicción excepcionalmente grandes, por lo que las previsiones para 2009 se deterioraron de forma continuada, desde unas perspectivas de crecimiento cercanas al 2% a comienzos de 2008, hasta unas perspectivas de una fuerte contracción, comprendida entre el 4% y el 5%, a mediados de 2009 (véase gráfico 2)³. Dos factores, en particular, contribuyeron poderosamente a la magnitud de los errores de predicción durante este período. En primer lugar, la incertidumbre alcanzó niveles nunca vistos al entrar la mayoría de los indicadores en territorio desconocido. En consecuencia, las empresas y los hogares ajustaron su comportamiento de una manera tan inauditamente brusca que las herramientas habituales basadas en relaciones anteriores o en aproximaciones lineales del comportamiento económico no lo recogieron.

3 La persistencia de una incertidumbre excepcionalmente elevada en torno a las expectativas a corto plazo de la zona del euro se explica en el recuadro titulado « Incertidumbre y perspectivas económicas de la zona del euro », en el Boletín Mensual de agosto de 2009.

Recuadro 2

FACTORES DETERMINANTES DEL CARÁCTER SINCRÓNICO E INTERNACIONAL DE LA ÚLTIMA RECESIÓN

Antes de que se iniciara la última recesión mundial, la opinión generalizada era que la economía internacional podía «disociarse» de la recesión en Estados Unidos, dado que esta perturbación era específica a este país. Efectivamente, al comienzo de la crisis financiera a mediados del 2007, los mercados emergentes no parecían estar muy afectados. No obstante, más tarde, la recesión económica mundial pasó a ser muy profunda y la dinámica cíclica a escala internacional, a estar muy sincronizada con la de Estados Unidos. Aunque la perturbación se originó inicialmente en este país, actuó de detonante de las vulnerabilidades que eran comunes a todos los países y regiones, incluidos los altos niveles de apalancamiento y de infravaloración del riesgo. Así pues, el carácter de la perturbación fue mundial y su transmisión provocó una recesión sincronizada. Varios factores habían propiciado esta evolución. En este recuadro se tratan de explicar cuatro factores especialmente importantes: la caída sincronizada de la producción manufacturera y del comercio internacional; las cadenas de producción internacionales y la contracción del comercio internacional; la sincronización y los mercados financieros, y las relaciones entre la confianza.

La caída sincronizada de la producción manufacturera y del comercio internacional

En la recesión más reciente se produjo una corrección excepcionalmente intensa de la actividad industrial (véase gráfico A). La conjunción de las correcciones en los mercados de la vivienda, el ajuste de la renta de los hogares y las dificultades de obtener financiación a corto plazo contribuyó al

desplome de la demanda de bienes duraderos (especialmente, en el sector del automóvil), que representa un porcentaje importante de la producción manufacturera. El proceso de ajuste de las existencias en todo el mundo agravó aún más la dinámica de la recesión, provocando una contracción aguda y sincronizada de la producción industrial.

Ello condujo, asimismo, a un ajuste del comercio muy fuerte, produciéndose una caída del comercio internacional a un ritmo sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial (véase gráfico B). El comercio internacional se redujo un 17% entre octubre de 2008 y mayo de 2009, con lo que, en el período de varios meses, retornó a los niveles de 2005.

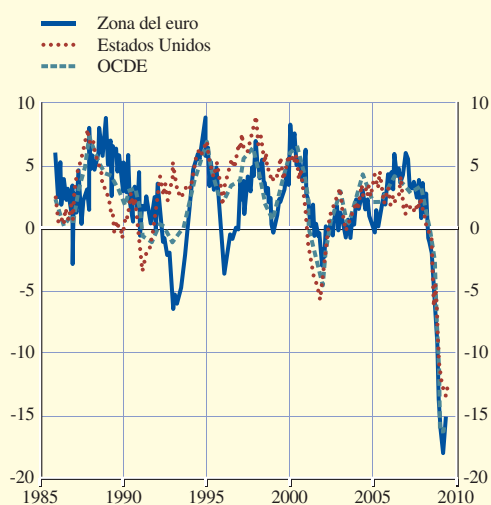
Cadenas de producción internacionales y contracción del comercio internacional

Aunque la acusada contracción observada en el comercio internacional a finales de 2008 y a comienzos de 2009 estuvo relacionada, en parte, con factores especiales, como la escasez de financiación para el comercio, la mayor presencia de las cadenas de producción mundiales en el comercio internacional puede haber actuado de mecanismo de propagación. En el caso de perturbaciones con un importante contenido mundial, las cadenas de producción internacionales cada vez más complejas pueden ampliar el efecto sobre la actividad a través de una contracción más pronunciada del comercio, pues los bienes se fabrican ahora mediante complejas redes internacionales, de modo que los países se han ido convirtiendo en nodos de estas cadenas de producción.

Las cadenas de producción podrían haber agravado realmente el reciente desplome del comercio. Con el acceso a la financiación cada vez más limitado, los compradores parecen, en general, haberse vuelto más restrictivos a la hora de proporcionar financiación a lo largo de la cadena de producción. Esto puede haber causado interrupciones o cuellos de botella en la cadena de producción, dañando

Gráfico A Producción industrial

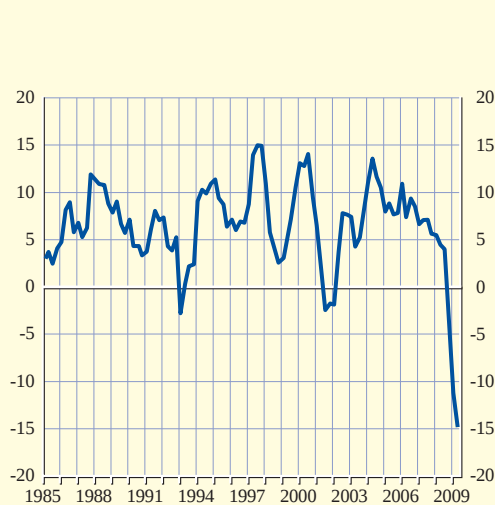
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Reserva Federal.

Gráfico B Importaciones mundiales, en términos reales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: FMI, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) y cálculos del BCE.

también con ello la producción, el flujo de caja, los planes financieros y las exportaciones de los productores situados al final de la cadena. Además, la reducción de la producción (o incluso la quiebra) por parte de algunos importantes agentes internacionales, que suelen ser compradores monopsonistas de productos especializados, puede haber dejado a los proveedores menos diversificados de tales productos en una situación difícil¹.

Sincronización y mercados financieros

Con el tiempo, los mercados financieros también han pasado a estar más interrelacionados, como indica el aumento del volumen bruto de flujos de capital y la diversidad de su composición, junto con la mayor correlación de los mercados bursátiles (véase gráfico C). En el episodio actual en particular, la innovación financiera permitió, en Estados Unidos, que las hipotecas se convirtieran, mediante la titulización, en bonos de titulización de activos, que se vendieron en parte a inversores internacionales sin que la calificación de dichos productos reflejara plenamente sus riesgos inherentes. Ello permitió que riesgos específicos de Estados Unidos se extendieran por todo el mundo, dando lugar a una transmisión especialmente intensa de los problemas de crédito hipotecario de Estados Unidos al resto del mundo².

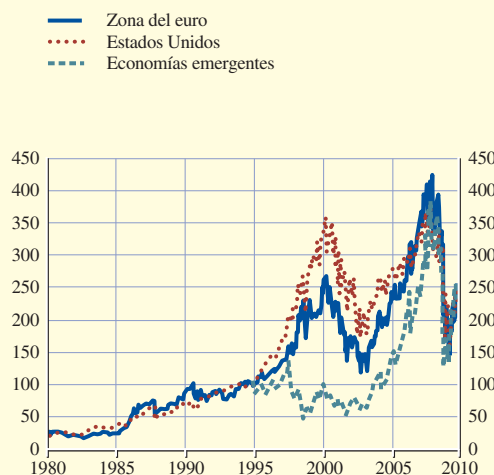
Relaciones entre la confianza

Por último, como se muestra en el gráfico D para Estados Unidos y la zona del euro, es posible que, con el tiempo, las relaciones existentes entre las economías en lo que respecta a la confianza hayan pasado a ser más estrechas: la correlación entre la confianza de los consumidores en la zona del euro

- 1 Por ejemplo, una caída de las ventas de automóviles en Alemania va acompañada de un descenso 2,2 veces mayor de las compras de consumos intermedios en muchos otros sectores (véase Deutsche Bundesbank, «The macroeconomic repercussions of a decline in demand for cars, taking into account the inter-sectoral integration of production», Monthly Report, febrero de 2009).
- 2 Véase M. Hoffmann y T. Nitschka, «Securitization of Mortgage Debt, Asset Prices and International Risk Sharing», Institute for Empirical Research in Economics Working Paper n.º 376, 2008.

Gráfico C Índices bursátiles

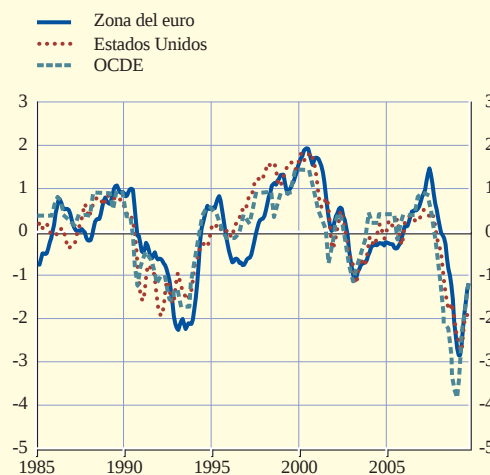
(1 de enero de 1995 = 100)



Fuente: Datastream.

Gráfico D Encuesta de confianza de los consumidores

(índices normalizados)



Fuentes: OCDE, Comisión Europea y Conference Board.

y en Estados Unidos pasó de 0,68, en el período 1985-1999, a 0,90 desde enero de 2000 a abril de 2009³. El creciente y elevado grado de sincronización podría reflejar, hasta cierto punto, el hecho de que las noticias se difunden por todo el mundo con más rapidez que en el pasado, y que las noticias poco favorables sobre la situación en el exterior afectan más intensamente a la confianza interna. Junto con una mayor integración comercial y financiera, las relaciones entre la confianza pueden haber generado una mayor sincronización de los ciclos económicos de las distintas economías y una mayor sensibilidad a las perturbaciones comunes (véase recuadro 1).

3 Para un análisis más detallado de la creciente correlación entre la confianza empresarial y de los consumidores en Estados Unidos y la zona del euro, véanse R. Anderton y F. di Mauro, «The external dimension of the euro area: stylised facts and initial findings», en F. di Mauro y R. Anderton (eds), *The External Dimension of the Euro Area: Assessing the Linkages*, Cambridge University Press, 2007, y también R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital, flows and other international economic linkages», Documento Ocasional n.º 12, BCE, 2004.

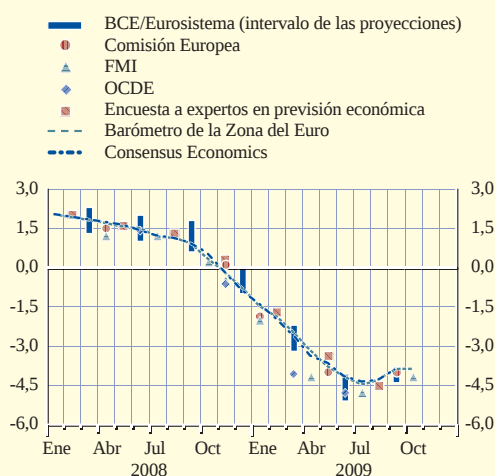
En segundo lugar, la relación histórica tan estrecha entre los indicadores de opinión de alta frecuencia y los datos de contabilidad nacional parece haberse roto durante el periodo de crisis, como muestra en el gráfico 3 la importante brecha existente entre el índice agregado de producción PMI y los datos del PIB real entre el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009. Los indicadores de opinión, como el índice de directores de compras, que se construyen como saldos, señalan habitualmente lo generalizados que están los cambios en la actividad, pero no son necesariamente un buen indicador de su profun-

dididad. Ya que algunos sectores se vieron especialmente castigados por la crisis, sobre todo el de bienes de equipo, la relación lineal entre encuestas y actividad en que se basa la mayoría de las herramientas de predicción ya no proporcionan una buena aproximación.

La intensidad y la gravedad de las tensiones financieras y los cambios en el equilibrio de los riesgos para la estabilidad de precios han provocado respuestas enérgicas de política macroeconómica. Cuando la liquidez en los mercados monetarios se

Gráfico 2 Evolución de las previsiones sobre el crecimiento del PIB real en la zona del euro en 2009

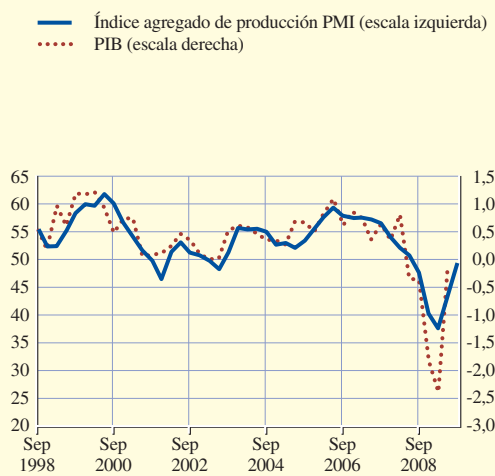
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Comisión Europea, FMI, OCDE, Barómetro de la Zona del Euro y Consensus Economics.
Nota: El eje de abscisas muestra las fechas en que se publicaron las distintas estimaciones.

Gráfico 3 Índice agregado de producción PMI y crecimiento intertrimestral del PIB real en la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral e índice)



Fuentes: Eurostat y Markit.

vio muy mermada en agosto de 2007, el Eurosistema reaccionó con rapidez para asegurar que el riesgo de liquidez no provocara una importante crisis financiera sistémica. Reaccionó, fundamentalmente, modificando el calendario y el vencimiento de sus operaciones de inyección de liquidez, para acomodar las necesidades de financiación de los bancos.

Posteriormente, en respuesta al agravamiento de la incertidumbre en los mercados financieros en el otoño de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó una serie de medidas no convencionales para respaldar la transmisión de sus decisiones relativas a los tipos de interés y mejorar el flujo de crédito a hogares y empresas. Con este mayor respaldo al crédito, el Consejo de Gobierno, en particular, amplió las oportunidades de los bancos para financiarse en el Eurosistema.

Al tiempo que adoptó estas medidas no convencionales, el Consejo de Gobierno también redujo con rapidez sus tipos de interés oficiales. Dados los cambios en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios derivados de la evolución económica y monetaria, entre octubre de 2008 y mayo de 2009 el Consejo de Gobierno del BCE recortó sus tipos de interés oficiales 325 puntos básicos, hasta situarlos en niveles nunca vistos desde al menos la Segunda Guerra Mundial en los países que forman parte de la zona del euro. Asimismo se produjo una importante expansión fiscal en la zona del euro, como reflejo de las medidas discrecionales de estímulo fiscal adoptadas en el contexto del plan de recuperación económico europeo y —lo que es más importante— del funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos y del impulso subyacente del crecimiento del gasto. Por último, los Gobiernos llevaron a la práctica una serie de medidas para estabilizar el sistema financiero, que se han reflejado, principalmente en ratios de deuda pública bruta más elevadas y mayores pasivos fiscales contingentes⁴.

3 COMPARACIÓN DE LA ÚLTIMA RECESIÓN CON RECESIONES ANTERIORES

A pesar de las características únicas de la última recesión económica en la zona del euro, una compara-

ción histórica de períodos de recesión y de recuperación anteriores puede arrojar cierta luz sobre la trayectoria histórica media de la actividad económica en torno a los puntos de giro cíclicos. A este fin, en esta sección se examina la evolución de la actividad económica agregada, en términos reales, así como el detalle por el lado del gasto de los principales componentes de la demanda privada, comparándolo con el comportamiento registrado en otras recesiones desde 1970, tanto en la zona del euro y, más en general, en las economías de la OCDE.

Dado el carácter financiero de la última recesión económica en la zona, en esta sección también se tratan períodos anteriores de aumento de las turbulencias financieras en las economías de la OCDE para destacar los perfiles del ajuste en circunstancias tan excepcionales. Concretamente, se diferencian las recesiones «típicas» de las crisis financieras «sistémicas» y «no sistémicas» en la OCDE⁵. Si bien estas comparaciones históricas arrojan cierta luz sobre la dinámica habitual de las recesiones y recuperaciones anteriores, se han de tener en cuenta varias limitaciones, sobre todo el carácter único de cada episodio, a pesar de algunas características comunes⁶. En particular, puede considerarse que las turbulencias financieras registradas desde 2007 son, en gran medida, únicas en el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial, debido a su carácter internacional. Al mismo tiempo, si se compara con episodios anteriores, se observan importantes diferencias en las decisiones de política macroeconómica adoptadas.

4 Para más información sobre las respuestas de política fiscal adoptadas en la zona del euro con respecto a la crisis financiera, véase el artículo titulado « Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario », en el Boletín Mensual de julio de 2009.

5 Se considera que existen cinco períodos de crisis financieras especialmente graves, que se denominan «sistémicas»: [España (1978-79), Finlandia (1989-93), Suecia (1990-93), Noruega (1988) y Japón (1993)]; todas las demás crisis financieras que se mencionan en este artículo se denominan «no sistémicas». Para un listado completo de episodios caracterizados como crisis sistémicas y no sistémicas, véase el capítulo 3 de la publicación del FMI Perspectivas de la Economía Mundial, de abril de 2009.

6 Efectivamente, la última crisis financiera se diferencia en muchos aspectos del grupo de crisis anteriores que se analiza. Véase, por ejemplo, S. Cecchetti, M. Kohler y C. Upper «Financial Crises and Economic Activity», artículo para el Simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City celebrado en Jackson Hole, Wyoming, agosto de 2009.

3.1 ACTIVIDAD GENERAL

La contracción observada en la última recesión en la zona del euro no ha tenido precedentes desde los años setenta. Concretamente, el descenso de la actividad real ha superado el registrado en recesiones anteriores en el caso de un agregado sintético de la zona desde 1970 (véase gráfico 4). Esta recesión se encuentra, asimismo, entre las más graves de todas las recesiones registradas en la OCDE durante el mismo período (véase gráfico 5).

Si se examina el perfil de recuperación medio, parecería que, desde un punto de vista histórico, la profundidad y la duración de las fases contractivas en las recesiones típicas han sido distintas de las de las observadas en las crisis financieras. En los ciclos económicos normales y en las crisis no sistémicas, un acusado descenso de la actividad suele ir seguido de una rápida recuperación, mostrando, por tanto, un perfil en forma de «V». En los ciclos económicos con crisis sistémica, el período de recesión es más prolongado, de modo que el ciclo presenta un perfil con forma de «U»⁷. La última contracción observada en la actividad real de la zona del euro no sólo está asociada a

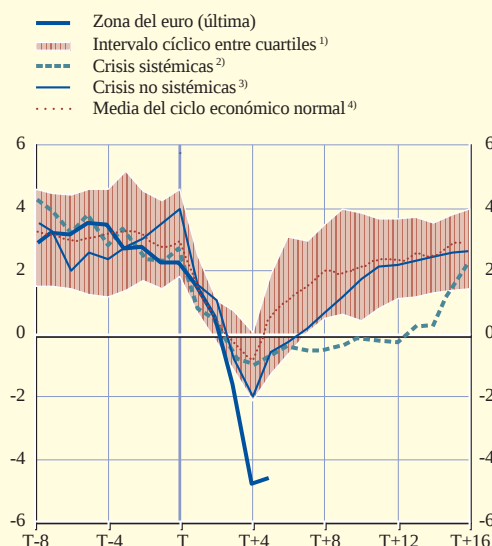
una crisis financiera en una región concreta, sino a una crisis mundial que es la más profunda en las economías de la OCDE desde 1970. En este contexto, las relaciones pasadas sugerirían que la última contracción de la actividad real en la zona

7 Esto es coherente con los resultados relativos a que las recesiones asociadas a contracciones crediticias y a estallidos de los precios de la vivienda en los países de la OCDE han tendido a ser más profundas y prolongadas que otras recesiones registradas en los últimos cincuenta años (véase S. Claessens, M. Kose y M. Terrones, «What Happens During Recessions, Crunches and Busts?», IMF Working Paper n.º 2008).

8 La evidencia internacional sugiere que las crisis financieras anteriores se han caracterizado por un descenso considerable y persistente del producto durante las recuperaciones posteriores. Véase el capítulo 4 de la publicación del FMI Perspectivas de la Economía Mundial, de octubre de 2009. Efectivamente, los efectos de la última crisis financiera podrían haber reducido el producto potencial de la zona del euro, como se analiza en el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

Gráfico 5 Crecimiento del PIB real en la zona del euro comparado con recesiones y crisis anteriores en las economías de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat / base de datos del modelo para la zona del euro del BCE (véase Fagan et al., 2005) y Principales Indicadores Económicos de la OCDE.

Notas: T representa el nivel máximo del PIB antes de la recesión. 1) El intervalo cíclico de las recesiones en la OCDE se calcula como el cuartil superior menos el cuartil inferior de todas las recesiones de la OCDE desde 1970.

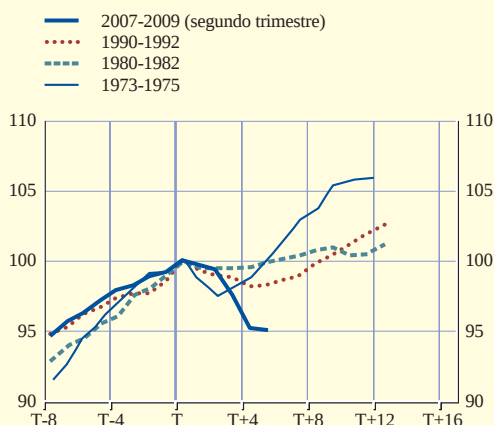
2) Crecimiento medio del PIB real durante las cinco crisis financieras graves, denominadas sistémicas, que se registraron en España, Finlandia, Suecia, Noruega y Japón desde 1970.

3) Crecimiento medio del PIB real durante todas las demás crisis financieras en una selección de países de la OCDE desde 1970.

4) Crecimiento medio del PIB real durante todas las recesiones que no se consideran crisis en países de la OCDE.

Gráfico 4 Patrón de crecimiento del PIB real en las recesiones de la zona del euro

(índice: máximo = 100)



Fuentes: BCE y CEPR.

Nota: T representa el nivel máximo de actividad antes de las recesiones respectivas. Las fechas de los máximos en la zona del euro corresponden al tercer trimestre de 1974, al primer trimestre de 1980, al primer trimestre de 1992 y al primer trimestre de 2008.

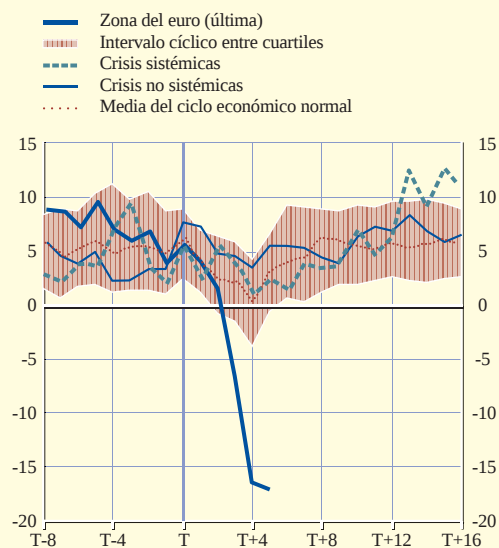
del euro podría estar asociada a una recuperación gradual⁸. Entre los factores conducentes a recuperaciones económicas relativamente más lentas tras crisis financieras podría incluirse un sobreendeudamiento generalizado en todos los sectores institucionales, que provocaría una moderación de la demanda privada en un contexto de flujos de crédito limitados. En términos de la composición, la recuperación de una crisis financiera supone, habitualmente, un ajuste más prolongado de la inversión. Además, los hogares incrementan su ahorro en un intento de reparar su patrimonio afectado por las pérdidas en la vivienda y en la riqueza financiera, lo que implica que el consumo privado sea incluso más débil que el nivel que conllevaría un fuerte aumento del desempleo. En tales circunstancias, el impulso para el crecimiento procedente de la demanda exterior constituye un motor mucho más importante de la recuperación. Cuando la crisis financiera es específica de una pequeña economía abierta, suele ir acompañada de una significativa depreciación del tipo de cambio, y la probabilidad de que se produzca una recuperación impulsada por las exportaciones es mucho mayor. Al contrario de la mayoría de las crisis financieras anteriores, una característica de la última es que ha afectado simultáneamente al sistema financiero mundial y a las economías desarrolladas. Finalmente, como las crisis financieras suelen ir acompañadas de una fuerte expansión presupuestaria, el período posterior se caracteriza por la necesidad de llevar a cabo con decisión una consolidación fiscal.

3.2 EXPORTACIONES Y EL ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El descenso de la actividad económica real de la zona del euro mencionado anteriormente ha tenido una clara contrapartida en el ajuste de los distintos componentes del gasto por el lado de la demanda, pero su efecto ha sido más visible, con mucho, en el ajuste del comercio internacional, especialmente en las exportaciones de la zona del euro. La contracción de las exportaciones, en términos reales, de la última recesión ha superado con creces la de recesiones y crisis financieras anteriores (véase gráfico 6). El descenso de las im-

Gráfico 6 Exportaciones de bienes y servicios

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: Véanse notas del gráfico 5.

portaciones, aunque considerable, fue menor que el de las exportaciones, de manera que la demanda exterior neta supuso un importante lastre para el crecimiento de la zona del euro, desde mediados de 2008 hasta comienzos de 2009. Si bien el pronunciado descenso del comercio internacional sigue siendo difícil de explicar sobre la base de regularidades empíricas pasadas, el carácter sincronizado de la recesión podría haberse visto exacerbado por la integración mundial de la producción durante la última década, así como por otros factores que dieron lugar a una evolución cada vez más sincronizada del comercio (véase recuadro 2). Ni las anteriores recesiones típicas de las economías de la OCDE ni las crisis previas han supuesto fluctuaciones tan pronunciadas de las exportaciones en términos reales.

3.3 GASTO EN INVERSIÓN PRIVADA

Si bien el gasto en inversión privada, en términos reales, durante la última recesión se ha visto más afectado que en el promedio de recesiones anteriores registradas en las economías de la OCDE, el contraste con episodios anteriores no ha sido

tan espectacular como en el comercio internacional (véase gráfico 7). Es probable que gran parte de la moderación que se observa en el gasto en inversión se explique por la reducción de la demanda total, aunque la financiación también ha podido intervenir en la contención de la inversión⁹. Hasta la fecha, la contracción de la inversión privada total no ha sido distinta a la que se observó en las peores recesiones de la OCDE y en las crisis sistémicas registradas en el pasado. La evidencia histórica indica que la inversión privada muestra una prolongada debilidad tras las crisis sistémicas. En promedio, las crisis financieras en la OCDE han supuesto un ajuste excepcionalmente prolongado del gasto en inversión privada en

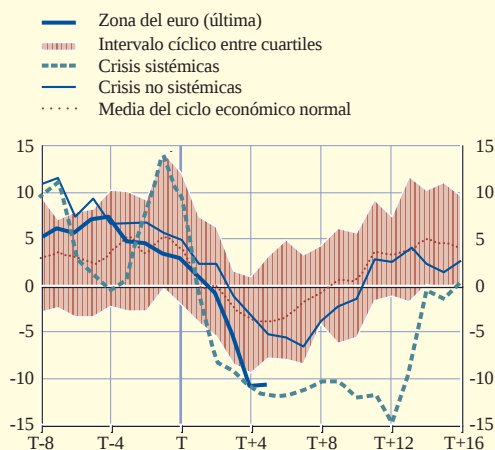
comparación con otras recesiones, y especialmente en inversión en vivienda (véase gráfico 8). Las recuperaciones de la inversión en vivienda posteriores a las crisis sistémicas han tendido a ser muy débiles en comparación con las recesiones típicas en las economías de la OCDE, así como con las crisis no sistémicas, posiblemente como consecuencia de los ajustes registrados en los balances de los sectores financiero y no financiero, asociados a una moderación de la demanda y la oferta de crédito.

En crisis anteriores, parte de la evolución del gasto en inversión privada, así como del gasto en con-

9 Véase el recuadro titulado «Inversión de la zona del euro durante la recesión actual», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

Gráfico 7 Formación bruta de capital fijo, en términos reales

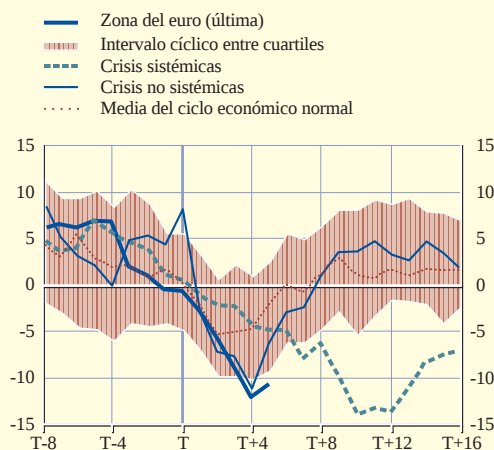
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: Véanse notas del gráfico 5.

Gráfico 8 Inversión en vivienda, en términos reales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: Véanse notas del gráfico 5.

Recuadro 3

EL SECTOR BANCARIO DURANTE LAS CRISIS SISTÉMICAS: LECCIONES DEL PASADO

El sector bancario ha estado en el epicentro de la persistencia de la crisis económica y financiera mundial. En concreto, las enormes pérdidas provocadas por las exposiciones de los bancos a los deteriorados mercados de crédito estructurados, así como la depreciación de sus carteras de préstamos, en el contexto de una recesión cada vez más profunda, han venido amenazando la viabilidad

del sector bancario y su papel crucial en la prestación de servicios financieros a la economía. Los Gobiernos y los bancos centrales han reaccionado antes estos graves problemas adoptando con decisión medidas de gran calado para restablecer la estabilidad y la fortaleza del sector bancario y, por tanto, de la economía en su conjunto. Para evaluar el alcance de la última crisis financiera y el éxito de las distintas medidas de apoyo adoptadas por las autoridades públicas, en este recuadro se compara la evolución de los sectores bancarios en la zona del euro y en Estados Unidos durante la última crisis con la evolución registrada durante crisis financieras y recesiones anteriores en los países de la OCDE.

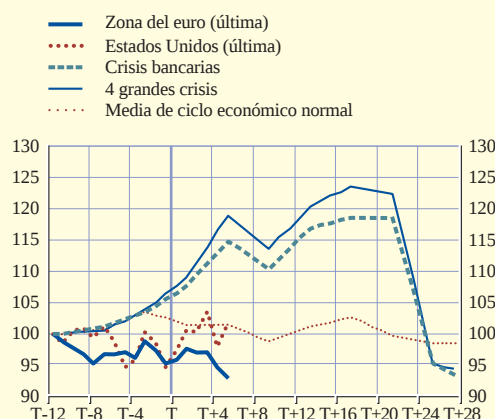
Se compara la evolución media de los indicadores relativos a (i) la capitalización del sistema bancario; (ii) la actividad crediticia del sistema bancario; (iii) la actividad bancaria internacional, y (iv) el tamaño del sistema bancario, en un horizonte temporal en torno a las crisis financieras y las recesiones (véanse gráficos A a D). Con respecto a las crisis financieras, se consideran los episodios que han tenido lugar en los países de la OCDE desde 1979¹.

En cada gráfico se presenta la evolución media de un indicador específico para todas las crisis bancarias de las que se dispone de datos (línea denominada «crisis bancarias») y para las crisis más profundas (línea denominada «4 grandes crisis»). El trimestre en el que comienza la crisis se deno-

1 Las crisis que se consideran en este recuadro son diferentes de las que se analizan en el texto principal, debido a problemas de disponibilidad de datos. Concretamente se incluyen los casos siguientes: Noruega 1987, Estados Unidos 1988, Finlandia 1991, Suecia 1991, Japón 1992, Islandia 1993, Corea 1997, Eslovaquia 1998, Noruega 1987, Finlandia 1991, Suecia 1991 y Japón 1992. Las cuatro últimas crisis se denominan «4 grandes crisis». Ciertamente, algunos observadores argumentan que estas crisis son muy similares a la actual en cuanto a los desequilibrios observados en los momentos anteriores a la crisis y en cuanto a la gravedad de la fase inicial.

Gráfico A Apalancamiento del sector bancario

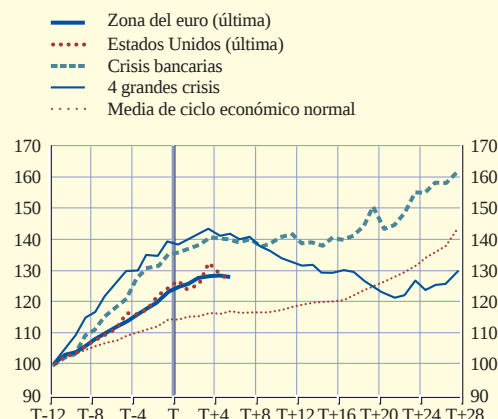
(índice: trimestre T-12 = 100)



Fuentes: OCDE, BCE y Reserva Federal.
Notas: El apalancamiento se define como la ratio de los activos totales en relación con el capital y las reservas. Los datos de crisis anteriores son datos anuales procedentes de las estadísticas bancarias de la OCDE, que se han convertido a una frecuencia trimestral por interpolación lineal. Para las «crisis bancarias» y las «4 grandes crisis», el trimestre «T» es el comienzo de la crisis; para la media de ciclo económico normal, es el trimestre en el que el PIB alcanza su máximo; para «Estados Unidos (última)» y la «zona del euro (última)», es el primer trimestre de 2008.

Gráfico B Préstamos al sector privado, en términos reales

(índice: trimestre T-12 = 100)



Fuentes: OCDE, BCE y Reserva Federal.
Nota: Los préstamos están deflactados por el PIB. Véanse también las notas del gráfico A.

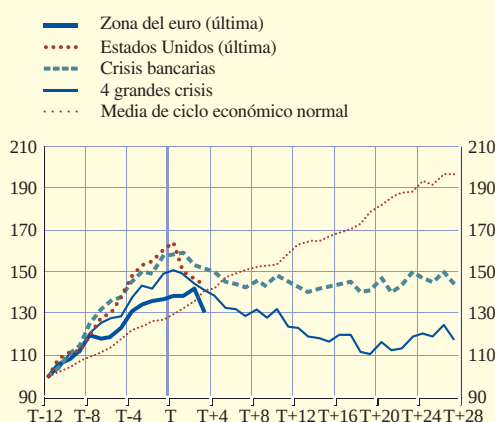
mina «T» y se supone que es el primer trimestre del año en el que se desarrolla la crisis². Los gráficos también muestran la evolución de los indicadores durante recesiones cíclicas normales en los países de la OCDE, que no estuvieron acompañadas de perturbaciones de carácter sistémico en el sistema financiero (línea denominada «ciclo normal»). En este caso, el trimestre «T» se refiere al trimestre en el que el PIB alcanzó su máximo. Por último, los gráficos recogen la evolución de los indicadores en la última crisis financiera en Estados Unidos [línea denominada «Estados Unidos (última)»] y en la zona del euro [línea denominada «zona del euro (última)»], refiriéndose el trimestre «T» al primer trimestre de 2008.

La ratio de apalancamiento (es decir, la ratio de activos totales en relación con el capital y las reservas) que se presenta en el gráfico A suele aumentar durante las crisis financieras, pues la reducción de los activos totales no contrarresta totalmente la reducción del capital, que es atribuible principalmente a las pérdidas registradas. Por el contrario, en recesiones cíclicas normales, el apalancamiento se mantiene prácticamente constante o disminuye. Y, lo que es más interesante, pese a la gravedad de las últimas crisis financieras, la evolución del apalancamiento en los sectores bancarios de Estados Unidos y de la zona del euro ha estado prácticamente en línea con las recesiones «normales». Estos resultados sugieren que las políticas de recapitalización y los avales públicos podrían haber mitigado el impacto de la última crisis financiera³.

- Según la literatura relevante, este suele ser el año en el que quebraron un gran número de entidades bancarias o en el que el Gobierno se vio obligado a intervenir a gran escala para evitar quiebras y el desplome del sector bancario. A diferencia del texto principal, en el recuadro «T» se define como el momento en que comienza la crisis. Los indicadores bancarios analizados en el recuadro reaccionan rápidamente a la crisis, de modo que la definición de «T» como el momento en el que se inicia la crisis ayuda a distinguir claramente entre la evolución de los indicadores en los momentos anteriores a la crisis y durante su desarrollo.
- El deterioro de la rentabilidad bancaria en las crisis bancarias es mucho más grave que en ciclos económicos normales (que no se recogen en los gráficos), pues las crisis bancarias dan lugar a pérdidas sistémicas. En las crisis más profundas, las pérdidas duran una media de cuatro años. El fuerte deterioro de la rentabilidad bancaria es un determinante importante del bajo nivel de capitalización bancaria en los años posteriores a la crisis.

Gráfico C Activos y pasivos exteriores de los bancos en moneda local, en términos reales

(índice trimestre T-12 = 100)

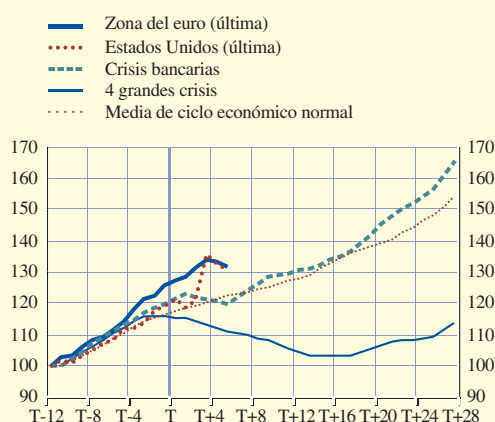


Fuentes: BPI y FMI.

Notas: Los activos y pasivos exteriores se convierten a moneda local y se deflactan por el IPC. La «zona del euro (última)» es la suma de los activos y pasivos internacionales de los 12 países de la zona del euro para los que se dispone de datos en el BPI desde el primer trimestre de 2005 (Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal, y Finlandia). Véanse también las notas del gráfico A.

Gráfico D Activos totales de los bancos, en términos reales

(índice: trimestre T-12 = 100)



Fuentes: OCDE, FMI, BCE y Reserva Federal.

Notas: Los activos están deflactados por el IPC. Los datos correspondientes a crisis anteriores son cifras anuales tomadas de las estadísticas bancarias de la OCDE, que se han convertido a datos trimestrales. Véanse también las notas del gráfico A.

El tamaño de las carteras de préstamos de los bancos, en términos reales (véase gráfico B), se suele estancar durante un período muy prolongado tras las crisis financieras sistémicas. En las cuatro crisis más graves, se redujo, en promedio, durante cuatro años. En la última crisis, la fase inicial ha sido más similar a las recesiones cíclicas normales tanto en Estados Unidos como en la zona del euro.

La actividad bancaria internacional, medida aquí como la suma de los activos y pasivos bancarios internacionales (véase gráfico C) disminuye tras las crisis financieras y luego se paraliza durante varios años. La recuperación se produce, en promedio, después de transcurridos ocho años. Por el contrario, las recesiones cíclicas normales no suelen tener consecuencias visibles para la actividad bancaria internacional. Durante la última crisis financiera, este indicador ha evolucionado en Estados Unidos y en la zona del euro prácticamente en consonancia con crisis financieras anteriores.

Los activos bancarios totales, en términos reales (véase gráfico D), muestran un ligero descenso pasajero tras registrarse crisis bancarias sistémicas. En las cuatro crisis más profundas, los activos totales se redujeron durante un período comprendido entre tres y cuatro años. Las recesiones cíclicas normales no suelen tener consecuencias visibles para los activos totales. En los momentos que precedieron a la última crisis financiera, los activos totales, en términos reales, en Estados Unidos y en la zona del euro crecieron con más rapidez que en anteriores crisis financieras.

Teniendo en cuenta la salvedad de que la crisis financiera típica anterior se obtiene promediando una variedad de episodios y países heterogéneos con distintas estructuras económicas y financieras, la evidencia presentada en el recuadro sugiere que las intervenciones de política económica podrían haber mitigado, en cierta medida, el impacto de la crisis financiera. Pese a ello, la fortaleza financiera del sector bancario exige que se siga efectuando un seguimiento estrecho, pues la experiencia de crisis anteriores sugiere que la debilidad del sistema bancario tiende a ser persistente.

sumo, puede atribuirse al efecto de dichas crisis sobre el sector bancario. Como se indica en el recuadro 3, la experiencia de crisis anteriores muestra que las debilidades asociadas del sistema bancario suelen ser muy duraderas, por lo que conviene hacer un seguimiento estrecho de la evolución relevante y de su efecto macroeconómico.

3.4 GASTO EN CONSUMO PRIVADO Y MERCADO DE TRABAJO

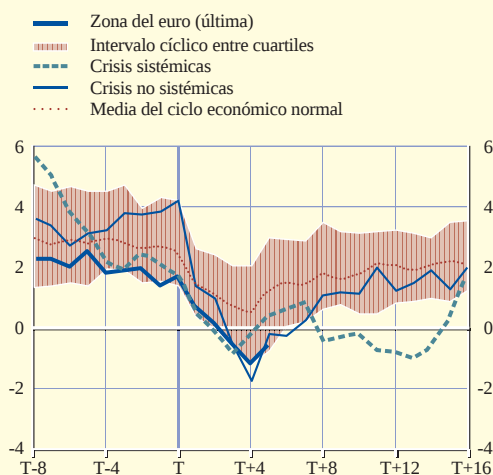
El gasto en consumo privado en la zona del euro se ha moderado considerablemente en la última recesión, lo que parece ser coherente con la experiencia de crisis anteriores, cuando el consumo de los hogares también tendió a debilitarse más que en las recesiones típicas (véase gráfico 9). Dos factores determinan la debilidad del gasto en consumo privado. En primer lugar, la moderación del consumo es atribuible, en parte, a un crecimiento de la tasa de ahorro de los hogares, al incrementar

las familias los ahorros por motivo de precaución, con el fin de financiar pérdidas inesperadas de renta o aumentar el ahorro a lo largo del ciclo vital para subsanar pérdidas patrimoniales¹⁰. De hecho, el grado excepcionalmente elevado de incertidumbre, junto con unos precios de los activos, en general, bajos, contribuyeron a un crecimiento brusco de la tasa de ahorro de los hogares a partir del tercer trimestre de 2008. En segundo lugar, el gasto en consumo privado también se ha visto afectado negativamente por el descenso de la renta de los hogares asociado a la recesión. En particular, el crecimiento del empleo ha caído de forma acusada, al igual que en anteriores crisis financieras

10 Aunque en los últimos años el aumento del valor de las tenencias de activos puede haber sido importante como sustituto del ahorro tradicional de los hogares a lo largo del ciclo vital, este factor parece haber sido más relevante en Estados Unidos que en las grandes economías de la zona del euro. Véase, por ejemplo, P. Hiebert, «Household Saving and Asset Valuations in Selected Industrialised Countries», Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper n.º 7, 2006.

Gráfico 9 Consumo privado, en términos reales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
 Nota: Véanse notas del gráfico 5.

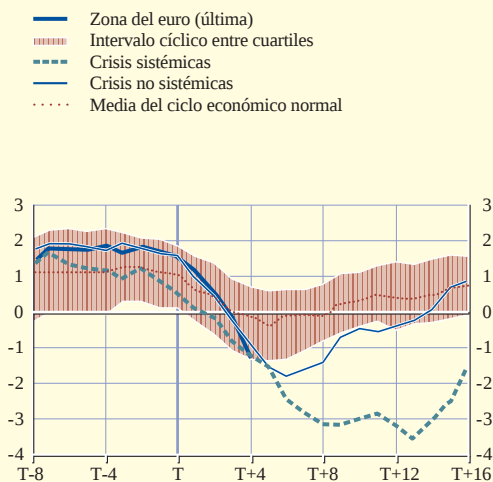
(véase gráfico 10). En crisis sistémicas previas, el empleo siguió siendo muy débil mucho después de que se alcanzara el nivel mínimo de actividad económica, lo que implicaba una tasa de paro que, posteriormente, se mantenía considerablemente por

encima de los niveles anteriores a la crisis. En la última recesión, las empresas atesoraron trabajo, y la reducción de las horas trabajadas por asalariado amortiguó el ajuste del empleo. Si bien lo anterior puede contener el ajuste del empleo en el corto plazo, la experiencia de crisis anteriores sugiere que las crisis financieras suelen ir seguidas de unas mayores correcciones del empleo, sobre todo si las crisis van acompañadas de una acumulación de capacidad productiva en exceso en determinados sectores (como la construcción y el sector financiero en el episodio actual).

Hasta la fecha, la desaceleración de la remuneración de los asalariados, en términos reales, ha sido más moderada en la última recesión que en recesiones anteriores (véase gráfico 11). Esto es atribuible, en parte, al ajuste menos pronunciado del empleo y a la reducción de la inflación, que han contribuido a sostener los salarios reales. También refleja el hecho de que muchos convenios colectivos se firmaron en 2008, en un momento en que las perspectivas económicas eran más favorables y en que la inflación era más elevada. En el pasado, el descenso en el crecimiento de la remuneración, en términos reales, ha sido mucho mayor en

Gráfico 10 Empleo

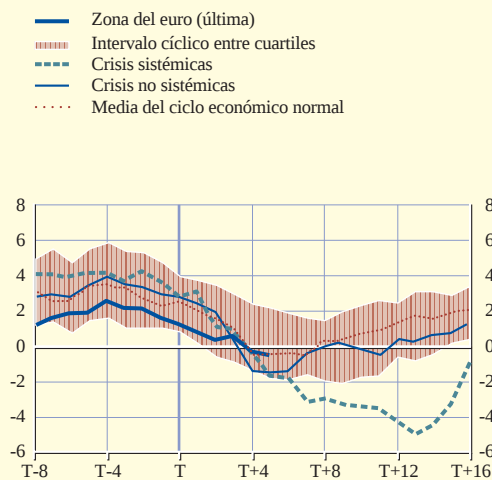
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
 Nota: Véanse notas del gráfico 5.

Gráfico 11 Remuneración de los asalariados, en términos reales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
 Nota: véanse notas del gráfico 5.

las recesiones que han seguido a una crisis financiera, mostrando la remuneración caídas pronunciadas durante varios años.

Si se examinan las tendencias generales del gasto en consumo privado durante las recuperaciones anteriores, se observaría que la recuperación del gasto de los hogares ha ayudado a sostener la vuelta al crecimiento económico en las recesiones típicas, así como en las crisis no sistémicas. Por el contrario, las crisis sistémicas se han asociado a una debilidad más prolongada del gasto de los hogares, que ha mostrado una dinámica similar a la del gasto en inversión privada. Esta dinámica se deriva, probablemente de factores comunes, tales como el ajuste de los balances y las limitaciones de los flujos de crédito.

4 CONCLUSIONES

En este artículo se ha tratado de poner en un contexto histórico la última recesión registrada en la zona del euro, examinando la experiencia de la zona —o de un agregado sintético en el período anterior a enero de 1999— y de otras economías de la OCDE desde 1970, tanto después de recesiones como de crisis. Si bien los perfiles de recesión y de recuperación asociados a estos episodios tienen muchas características únicas, se pueden identificar, sin embargo, determinadas regularidades empíricas. En concreto, el comportamiento de los agregados macroeconómicos durante la última recesión en la zona del euro recuerda de muchas maneras el comportamiento observado durante las últimas crisis financieras registradas en las economías de la OCDE. No obstante, un factor que acentúa la gravedad de la última recesión ha sido la acusada contracción del comercio internacional, que se suma a

los descensos significativos, pero más tradicionales, del consumo privado y del gasto en inversión privada asociados a anteriores episodios de crisis en las economías de la OCDE. La brusca caída del comercio, en términos reales, ha superado con mucho reducciones anteriores observadas en las economías de la OCDE, lo que refleja no sólo el carácter internacional de la última recesión, sino también el aumento de las relaciones interregionales en años recientes, así como cierto deterioro en las finanzas comerciales asociado a la crisis.

Al mismo tiempo, la magnitud y el alcance de la crisis financiera han exigido una respuesta de política macroeconómica contundente. El Eurosistema ha reaccionado con rapidez para mitigar los efectos de la crisis financiera sistémica y ha proporcionado ayudas considerables a los hogares y las empresas. Las medidas adoptadas por los Gobiernos también han prestado un apoyo considerable a la actividad económica y a la estabilidad financiera.

De cara al futuro, el perfil de las recuperaciones posteriores a los períodos de turbulencias financieras anteriores sugiere que, probablemente, la recuperación de la economía de la zona del euro será muy gradual. Sin embargo, es probable que la incertidumbre siga siendo elevada a lo largo de la senda de recuperación económica. De hecho, la última crisis financiera ha generado la necesidad de efectuar ajustes fundamentales en los balances tanto del sector financiero como del sector no financiero, un proceso que frena la demanda y que, habitualmente, tarda un tiempo en concluir. Finalmente, como las crisis financieras suelen ir acompañadas de una fuerte expansión presupuestaria, en el período posterior existe, en general, la necesidad de llevar a cabo un saneamiento presupuestario.