

ARTÍCULOS

EL CRECIMIENTO DEL DINERO Y DEL CRÉDITO DESPUÉS DE CRISIS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS: UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA MUNDIAL



Los patrones de crecimiento medio del dinero y del crédito observados en torno a anteriores crisis económicas y financieras constituyen una referencia útil para valorar la evolución actual y futura del dinero, del crédito y del producto. Esto es especialmente válido si se realiza una distinción entre diferentes tipos de recesión, concretamente entre las que coincidieron con una crisis financiera y las que no. En este artículo se establecen patrones históricos para esos tipos de recesión y se comparan con datos de la zona del euro de los últimos años. En líneas generales, la evolución reciente de los agregados monetarios y crediticios en la zona parece ser acorde con los patrones generales observados en fases de recesión y de recuperación en economías de la OCDE desde 1960, si la contracción económica reciente se compara con recesiones que fueron acompañadas de crisis bancarias sistémicas. Por ejemplo, el crecimiento del agregado monetario amplio, del agregado monetario estrecho y del crédito interno suele ser divergente en esos períodos, siendo habitual que el crecimiento de M1 anticipe un cambio de sentido del ciclo económico, que el del agregado monetario amplio evolucione en consonancia con el ciclo económico (aunque de forma menos pronunciada durante la fase descendente del ciclo), y que el crecimiento del crédito vaya a la zaga de la recuperación de la actividad económica. De cara al futuro no se puede descartar una mayor interrelación entre los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro (con la posibilidad de que, como resultado, el producto se desvíe de sus medias históricas), debido principalmente a la presencia simultánea de diversos factores. Esto último puede estar relacionado con: i) los niveles inusualmente elevados de endeudamiento de los sectores público y privado en los últimos años; ii) la interrelación entre la crisis de la deuda soberana, la inquietud de los inversores y las presiones sobre la financiación y el capital de las entidades de crédito en varios países europeos, y iii) la mayor intensidad de propagación de la crisis a escala internacional.

I INTRODUCCIÓN

El BCE realiza un seguimiento periódico de los agregados monetarios para calibrar las presiones inflacionistas a medio y a largo plazo en el contexto del pilar monetario. A tal fin, resulta de utilidad valorar los diversos componentes y contrapartidas de los agregados monetarios a partir de su grado de persistencia (con la posibilidad de utilizar los componentes de baja frecuencia y de frecuencia cíclica en el análisis), ya que el papel que desempeña el dinero en la economía varía en función de una serie de factores, entre los que se incluye la fase del ciclo económico. Por tanto, analizar los patrones de crecimiento del agregado monetario amplio y de sus componentes y contrapartidas durante una fase concreta del ciclo económico, es decir, durante una recesión, puede ayudar a entender las señales que ofrece la evolución monetaria. Este análisis no solo proporciona información sobre el comportamiento futuro del crecimiento del dinero, sino que también permite valorar hasta qué punto es probable que la evolución actual y futura de los agregados monetarios sea temporal, así como el impacto correspondiente sobre el producto y la

inflación¹. En este contexto, en este artículo se examina la evolución reciente del agregado monetario amplio en la zona del euro, su principal componente (el agregado monetario estrecho) y su contrapartida más importante (el crédito interno), y se compara con la de determinados países de la OCDE en torno a los períodos en los que se han producido recesiones desde 1960². También se efectúa una comparación de la evolución reciente con los patrones generales observados durante y después de recesiones anteriores, centrando la atención especialmente en las recesiones que coincidieron con una crisis bancaria sistémica, ya que pueden ser el mejor punto de referencia en lo que respecta a la crisis reciente.

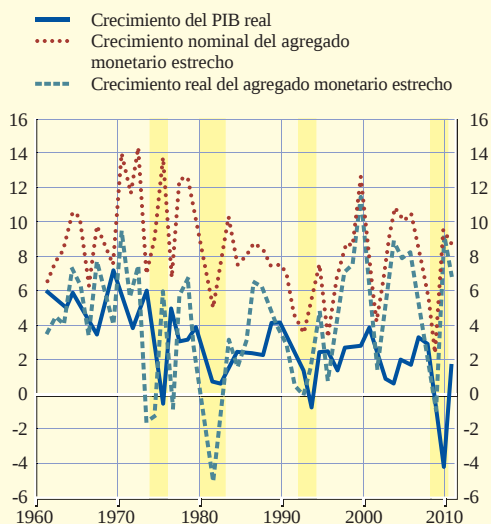
La recesión que se registró en la zona del euro y en otras economías avanzadas en 2008 y 2009 fue la más grave en décadas. En la zona del euro ha sido la más profunda al menos desde 1960 (no se

1 Para más detalles sobre diversos aspectos del análisis monetario que lleva a cabo el BCE, véase L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, 2010.

2 Este artículo se basa en datos disponibles para el período comprendido hasta el 15 de enero de 2012.

Gráfico 1 Crecimiento del PIB real y del agregado monetario estrecho en la zona del euro

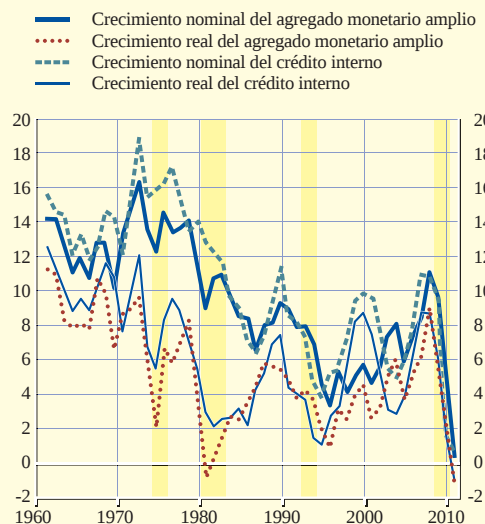
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: Las zonas sombreadas indican recesiones en la zona del euro, según la definición del Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research.

Gráfico 2 Crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito interno en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: Las zonas sombreadas indican recesiones en la zona del euro, según la definición del Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research.

pueden construir agregados sintéticos anuales de la zona con suficiente cobertura para períodos anteriores a ese año) y posiblemente incluso desde la Gran Depresión (véase gráfico 1)³. Esta recesión económica coincidió con tensiones generalizadas en los mercados financieros y estuvo ligada a dificultades en el sector bancario, al estallido de burbujas en los precios de los activos y a la contracción del crédito en muchos países de la zona del euro y en otras economías avanzadas. La crisis económica y financiera afectó significativamente al crecimiento del dinero y del crédito. En 2010, por ejemplo, tanto el crecimiento del agregado monetario amplio como el del crédito interno en la zona fueron los más débiles observados, tanto en términos reales como nominales, al menos desde 1960 (véase gráfico 2)⁴. El crecimiento del agregado monetario estrecho cayó con fuerza en 2008 en términos reales y nominales, antes de recuperarse, confirmando con ello sus propiedades de indicador adelantado en lo que respecta a los puntos de inflexión del crecimiento del PIB real. En otras economías avanzadas se observó una evolución similar.

Pese a que, en determinados aspectos, la crisis económica y financiera reciente carecía de precedentes en el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial, es posible extraer algunas lecciones comparando su evolución con la de otras recesiones y crisis financieras experimentadas en economías avanzadas en las cinco últimas décadas. Ciertamente, el hecho de que los patrones generales observados en episodios anteriores compartan ciertas características con la crisis reciente puede

3 Para el período 1995-2010, los datos anuales sobre el PIB real de la zona del euro se basan en datos de Eurostat (ESA 95). Para el período 1960-1994, los datos de Eurostat se han proyectado hacia atrás en el tiempo utilizando datos de la Comisión Europea (base de datos AMECO). Estas series son agregados de la zona del euro para los doce países que integraban la zona en 2002 (el mayor agregado de la zona del euro para el que pueden encontrarse datos históricos para la totalidad del período transcurrido desde 1960 en bases de datos oficiales).

4 Para el período 1980-2010, los datos anuales sobre los agregados monetarios y crediticios y los precios de consumo de la zona del euro (utilizados para deflactar las series monetarias y del crédito) se basan en datos del BCE. Para el período 1960-1979, los datos del BCE se proyectan hacia atrás en el tiempo utilizando datos de la Comisión Europea (base de datos AMECO). Estas series son agregados de la zona del euro para los doce países que integraban la zona del euro en 2002 (el mayor agregado de la zona del euro para el que pueden encontrarse datos históricos para la totalidad del período transcurrido desde 1960 en bases de datos oficiales).

constituir un punto de referencia de utilidad para valorar el comportamiento actual del dinero y del crédito y obtener información sobre su evolución futura. Huelga decir que cada crisis tiene características únicas, lo que se debe tener presente para evitar aplicar de manera automática patrones históricos a la situación actual. Además, es importante no solo valorar las regularidades históricas y cualquier incertidumbre relacionada, sino también examinar aquellos factores que puedan implicar desviaciones de estos patrones generales.

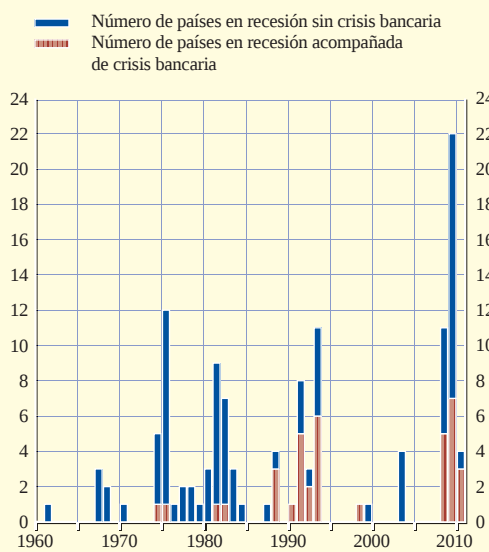
Este artículo se estructura de la siguiente manera. En la sección 2 se presenta una panorámica de la evolución general del crecimiento del agregado monetario amplio, del agregado monetario estrecho y del crédito interno en torno a períodos de recesión en países de la OCDE entre 1960 y 2010, dedicando especial atención a determinados tipos de recesión. Dado que esto afecta a la evolución a corto y a medio plazo del producto, la atención se centra fundamentalmente en los agregados monetarios y crediticios expresados en términos reales. En la sección 3 se analizan los principales factores que pueden explicar los distintos patrones observados en el crecimiento del dinero y del crédito en épocas de recesión, y también se ponen de relieve los factores específicos que podrían contribuir a que el crecimiento de estos agregados en la zona del euro se desvíe de sus medias históricas. Por último, y a partir del análisis presentado, se extraen algunas conclusiones relativas a una posible recuperación futura del crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro.

2 PATRONES DE CRECIMIENTO DEL DINERO Y DEL CRÉDITO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

Las recesiones son un fenómeno recurrente en todas las economías avanzadas, como puede apreciarse, por ejemplo, aplicando una simple regla empírica según la cual las recesiones se definen como períodos de uno o más años de crecimiento anual negativo del PIB real. Esta definición no recoge todas las recesiones, tal como se entienden estas habitualmente, sino solo las más severas. No obstante, incluso utilizando esa definición, las economías avanzadas para las que se dispone de datos

Gráfico 3 Recesiones y crisis bancarias en países de la OCDE, 1960-2010

(número de países)



Fuentes: BCE, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Para conocer definiciones de recesiones y crisis bancarias, véanse el texto principal y la nota a pie de página 8.

históricos (en este caso, doce países de la zona del euro y otros once de la OCDE) registraron 87 recesiones entre 1960 y 2010 (véase gráfico 3)⁵, con una duración media de 1,4 años, lo que corresponde a una probabilidad del 11 % de que un país experimente una recesión un año determinado.

Las crisis financieras tampoco han sido excepcionales en el período considerado. Por ejemplo, de acuerdo con una cronología de crisis bancarias ampliamente utilizada⁶, en los 23 países de la OCDE considerados se produjeron 24 crisis bancarias (es decir, períodos de uno o más años de crisis bancaria), que, en promedio, tuvieron una duración de cuatro años, lo que supone una probabilidad de alrededor del 8 % de que un país experimente una

5 Los países de la zona del euro considerados son: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España. Los demás países de la OCDE considerados son: Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

6 Véase C. Reinhart y K. Rogoff, *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009 (particularmente los datos del apéndice A.3).

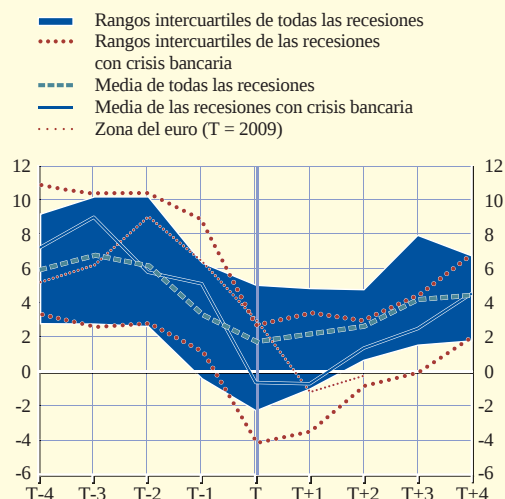
crisis bancaria un año determinado. En la muestra considerada, en 23 episodios se registró una recesión y una crisis bancaria (esto es, la crisis bancaria ocurrió el mismo año o en los años inmediatamente anteriores o posteriores a la recesión). Según los datos analizados, los períodos de recesiones generalizadas y de recesiones acompañadas de crisis bancarias fueron los siguientes: mediados de la década de los setenta, principios de los años ochenta y de los noventa, y el período 2008-2010.

CRECIMIENTO MEDIO DEL AGREGADO MONETARIO AMPLIO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

El crecimiento del agregado monetario amplio⁷ tiende a ser un buen indicador adelantado de la inflación medida por los precios de consumo a medio y a largo plazo. No obstante, la evolución del crecimiento de este agregado en términos reales asociada al ciclo económico también está ligada al crecimiento del PIB real. De hecho, en esas frecuencias, la demanda monetaria también se ve influida por consideraciones relativas a las carteras que están relacionadas con la evolución de la actividad económica. La experiencia en economías avanzadas en las cinco últimas décadas indica que el crecimiento medio del agregado monetario amplio en términos reales tiende a descender en torno a los períodos de recesión de manera acorde con el crecimiento del PIB real (aunque de forma menos pronunciada y permaneciendo en niveles positivos; véase gráfico 4). Además, los mínimos que se registran en la expansión del agregado monetario amplio en términos reales suelen coincidir con los que se observan en el crecimiento del PIB real, y las recuperaciones del crecimiento del dinero después de recesiones tienden a producirse a un ritmo relativamente moderado. El hecho de que el crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales evolucione en consonancia con el PIB real, pero se contraiga menos que este en las recesiones, puede deberse a diversos factores, como, por ejemplo: i) desplazamientos de cartera hacia instrumentos más líquidos y de menor riesgo, con el objetivo de reducir el riesgo de cartera o por motivos de precaución, y ii) la necesidad de compensar la disminución del crecimiento de la renta disponible y suavizar el gasto en consumo mediante una reduc-

Gráfico 4 Crecimiento medio del agregado monetario amplio en términos reales en torno a períodos de recesiones y crisis bancarias

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, Comisión Europea, BPI, FMI, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Las medias se basan en datos nacionales, de modo que no se incluyen agregados de la zona del euro. El período «T» representa el primer año de recesión. Para conocer definiciones de recesiones y crisis bancarias, véanse el texto principal y la nota a pie de página 8. Los datos de la zona del euro correspondientes a 2011 son estimaciones basadas en datos disponibles hasta noviembre de ese año.

ción del ahorro destinado a inversiones financieras a largo plazo. En la fase de recuperación, los desplazamientos de cartera hacia activos de mayor riesgo podrían explicar por qué el crecimiento del agregado monetario amplio no se recupera con la misma fuerza que el producto. La variabilidad del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales tiende a ser significativa en torno a períodos de recesión, como demuestra la diferencia media de 6 puntos porcentuales observada entre los cuartiles superior e inferior. La evolución reciente del crecimiento real de M3 en la zona del euro parece haber sido similar a la registrada, en promedio, en recesiones anteriores, aunque el crecimiento siguió disminuyendo en 2010 pese a que la recesión

⁷ En este caso, el agregado monetario amplio se aproxima por M3, o por M2 cuando no sea posible. Estas series se deflactan utilizando índices armonizados de precios de consumo o, si no es posible, índices de precios de consumo. Las principales fuentes de los datos son el BCE y la Comisión Europea (base de datos AMECO), y los datos no disponibles se han obtenido del BPI (base de datos BISM), el FMI (base de datos IFS) y la OCDE (base de datos Economic Outlook). Las medias se basan en datos nacionales, de forma que no incluyen agregados de la zona del euro.

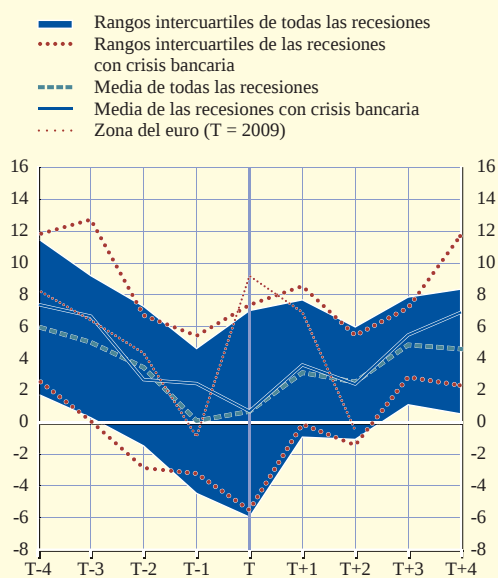
había terminado. Dicho esto, un retraso de este tipo en la recuperación parece ser habitual en recesiones que van acompañadas de una crisis bancaria⁸. En consecuencia, la leve recuperación del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales en la zona del euro en 2011 también fue acorde, en líneas generales, con recesiones anteriores en las que se produjo una crisis bancaria.

CRECIMIENTO MEDIO DEL AGREGADO MONETARIO ESTRECHO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

El crecimiento del agregado monetario estrecho⁹, M1, tiende a estar estrechamente relacionado con el de la actividad real. No obstante, aunque es un indicador menos fiable de la fortaleza del crecimiento del PIB real, el crecimiento de este agregado en términos reales tiende a ser un buen indicador adelantado de los puntos de inflexión del crecimiento económico. Por tanto, aunque en la muestra considerada la correlación media entre el crecimiento del agregado monetario estrecho y el del PIB, ambos en términos reales, es significativa, pero no muy intensa (23%), el contenido informativo del crecimiento real de M1 justo antes y después de recesiones parece ser muy valioso. De hecho, parece que el crecimiento real medio de M1 tiende a descender hasta niveles próximos a cero el año anterior a una recesión, antes de empezar a recuperarse lentamente durante el primer año de recesión (véase gráfico 5). Sin embargo, en caso de que una recesión coincida con una crisis bancaria, el crecimiento real de M1 suele tender a disminuir más el primer año de recesión. Esto indica que los crecimientos medios del agregado monetario amplio y estrecho tienden a divergir el primer año de recesión, aunque esto es menos probable cuando la recesión va acompañada de una crisis bancaria. Es posible que esta divergencia refleje los diversos grados de liquidez de los principales componentes del agregado monetario amplio, ya que el agregado estrecho atrae fondos en períodos de aumento de la incertidumbre en detrimento de otros componentes (debido, por ejemplo, al menor coste de oportunidad de mantener efectivo y depósitos a la vista en esos períodos) y permite reasignar fondos con más rapidez en respuesta a cambios en las perspectivas económicas.

Gráfico 5 Crecimiento medio del agregado monetario estrecho en términos reales en torno a períodos de recesiones y crisis bancarias

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, Comisión Europea, BPI, FMI, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Las medias se basan en datos nacionales, de modo que no se incluyen agregados de la zona del euro. El período «T» representa el primer año de recesión. Para conocer definiciones de recesiones y crisis bancarias, véanse el texto principal y la nota a pie de página 8. Los datos de la zona del euro correspondientes a 2011 son estimaciones basadas en datos disponibles hasta noviembre de ese año.

La variabilidad del crecimiento del agregado monetario estrecho en torno a períodos de recesión es claramente mayor que la del crecimiento del agregado monetario amplio, ambos medidos en términos reales, como indica la diferencia media de 9 puntos porcentuales entre los cuartiles superior e inferior. La evolución reciente del crecimiento real de M1 en la zona del euro parece haberse apartado ligeramente de estos patrones generales, especialmente si se considera la fuerte recuperación observada en 2009 y su posterior retroceso.

- 8 Las recesiones que van acompañadas de crisis bancarias se definen como recesiones (esto es, períodos de uno o más años de crecimiento negativo del PIB real) que llevan aparejadas una crisis bancaria durante la recesión o en los años inmediatamente anteriores o posteriores. Utilizando esta definición, de las 87 recesiones consideradas en la muestra, en 23 también se registraron crisis bancarias, entre las que se incluyen 17 en el período anterior a 2007. La evidencia no cambia de manera significativa si las medias excluyen las recesiones de 2008-2010.
- 9 En este caso, el agregado monetario estrecho se mide por M1 para todos los países. Para más información sobre el tratamiento y las fuentes de los datos, véase la nota a pie de página 7.

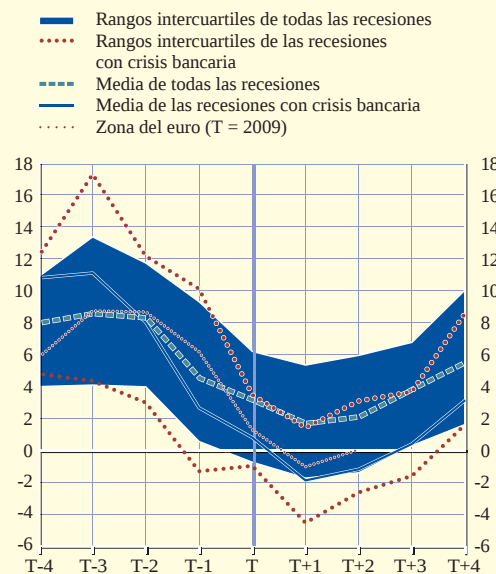
Esta evolución no es acorde, en gran medida, con los patrones históricos generales observados en el período que sigue a una recesión, con o sin crisis bancaria. En consecuencia, es probable que tal evolución esté vinculada a factores específicos de los últimos años, especialmente el grado particularmente elevado de incertidumbre y volatilidad.

CRECIMIENTO MEDIO DEL CRÉDITO INTERNO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

El crecimiento del crédito interno¹⁰ en términos reales tiende a presentar un alto grado de sincronización con el crecimiento del PIB real y con frecuencia parece ir ligeramente a la zaga de los puntos de inflexión del crecimiento de la actividad económica real, lo que queda confirmado en los patrones de crecimiento medio del crédito interno observados en torno a períodos de crisis en países de la OCDE durante las cinco últimas décadas. Por ejemplo, el crecimiento real del crédito tendió a descender en los dos años inmediatamente anteriores a una recesión y a seguir reduciéndose el año siguiente, antes de recuperarse, aunque solo gradualmente, en los años posteriores (véase gráfico 6). El crecimiento real del crédito suele tender a disminuir de manera más pronunciada cuando las recesiones van acompañadas de crisis bancarias, pasando incluso a ser negativo en los dos años siguientes al primer año de recesión. Esto indica que el crecimiento del agregado monetario amplio y su principal contrapartida (el crecimiento del crédito interno) tienden a ser divergentes después del primer año de recesión. Es probable que esto refleje las recuperaciones «sin crédito» que se observan con frecuencia y que pueden estar vinculadas a diversos factores. En primer lugar, aunque el agregado monetario amplio se vea favorecido por los mencionados desplazamientos de fondos hacia activos más líquidos, a las entidades de crédito les puede resultar cada vez más difícil obtener financiación en los mercados de capitales. Esto, a su vez, implica ajustes en sus balances, una reducción de la oferta de préstamos y la necesidad de llevar a cabo procesos de desapalancamiento durante las recesiones (con la posibilidad de que el desapalancamiento continúe durante la fase inicial de la recuperación hasta que quede clara su sostenibilidad).

Gráfico 6 Crecimiento medio del crédito interno en términos reales en torno a períodos de recesiones y crisis bancarias

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, Comisión Europea, BPI, FMI, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Las medias se basan en datos nacionales, de modo que no se incluyen agregados de la zona del euro. El período «T» representa el primer año de recesión. Para conocer definiciones de recesiones y crisis bancarias, véanse el texto principal y la nota a pie de página 8. Los datos de la zona del euro correspondientes a 2011 son estimaciones basadas en datos disponibles hasta noviembre de ese año.

nibilidad). Huelga decir que estos problemas se agudizan en caso de que la recesión coincida con una crisis bancaria, situación que con frecuencia se caracteriza por una disminución de los activos bancarios totales y del tamaño de las carteras de crédito de las entidades (en términos reales)¹¹.

10 El crédito interno se aproxima por los préstamos concedidos por el sector bancario a residentes nacionales que no sean entidades de crédito. Los datos históricos se refieren principalmente al crédito, en lugar de referirse únicamente a préstamos a residentes (es decir, incluyen otros activos frente al sector privado no financiero, como los valores de renta fija privada), de modo que los datos sobre el crecimiento de los préstamos se proyectan hacia atrás en el tiempo utilizando datos sobre la expansión del crédito interno. Estas series se deflactan utilizando índices armonizados de precios de consumo o, si no es posible, índices de precios de consumo. Las principales fuentes de los datos son el BCE, el BPI (base de datos BISM) y el FMI (base de datos IFS). Las medias se basan en datos nacionales, de forma que no incluyen agregados de la zona del euro.

11 Véase, por ejemplo, la evidencia que se presenta en el recuadro 3 («El sector bancario durante las crisis sistémicas: lecciones del pasado»), en el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009.

En segundo lugar, para limitar la proporción de préstamos morosos (que tiende a aumentar en las recesiones), y dado que existen problemas de información asimétrica, como la selección adversa y el riesgo moral, es posible que las entidades de crédito prefieran restringir el volumen de préstamos concedidos en lugar de optar principalmente por ajustar los tipos de interés que aplican a los préstamos y créditos. En tercer lugar, en las fases iniciales de una recuperación puede que las sociedades no financieras prefieran recurrir a fuentes de financiación internas, a la financiación en los mercados y a la financiación interempresarial para financiar sus necesidades de inversión, contener su exposición al sistema bancario y limitar sus ratios de endeudamiento.

El grado de variabilidad que se aprecia en el crecimiento real del crédito en torno a períodos de recesión parece ser relativamente elevado si se compara con el del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales, y solo ligeramente inferior al del crecimiento del agregado monetario estrecho en términos reales (con una diferencia media de 8 puntos porcentuales entre los cuartiles superior e inferior). La evolución del crecimiento real del crédito interno en la zona del euro en los últimos años está en consonancia, básicamente, con el observado en recesiones anteriores que fueron acompañadas de crisis bancarias.

En general, la evidencia presentada permite extraer las siguientes conclusiones: en promedio, el crecimiento del agregado amplio en términos rea-

les tiende a evolucionar en consonancia con el crecimiento del PIB real en torno a períodos de recesión, mientras que el del agregado estrecho en términos reales suele anticipar al punto de inflexión de la actividad económica y la expansión real del crédito interno habitualmente va a la zaga del ciclo económico. En consecuencia, tanto el principal componente como la contrapartida más importante del agregado amplio muestran una tendencia a desviarse del crecimiento de M3 en períodos de recesión y en las fases iniciales de una recuperación. Esta divergencia también se ha observado en cierta medida en determinados episodios históricos reseñables, como la Gran Depresión en Estados Unidos y la «década perdida» en Japón (que se consideran en los recuadros 1 y 2, respectivamente). La evidencia que se aporta en estos dos recuadros confirma asimismo la importancia que la existencia simultánea de una crisis bancaria tiene sobre el patrón de crecimiento del dinero y del crédito. El crecimiento del agregado estrecho en términos reales y, en menor medida, el del crédito interno tienden a mostrar un grado de variabilidad muy superior al del crecimiento del agregado amplio en términos reales en torno a períodos de recesión en los que también se produce una crisis bancaria. La evolución reciente de los agregados monetarios y crediticios de la zona de euro tiende a ser acorde con estos patrones generales, particularmente cuando se toman como punto de referencia recesiones acompañadas de crisis bancarias (aunque con la posible excepción del crecimiento de M1 en términos reales, cuya volatilidad ha sido más pronunciada de lo habitual).

Recuadro 1

DINERO Y CRÉDITO EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

La gravedad y la naturaleza de la reciente crisis financiera han llevado a algunos expertos a establecer comparaciones con la Gran Depresión de los años treinta en Estados Unidos. Se pueden formular dos observaciones concretas centrándose en la evolución del dinero y del crédito. En primer lugar, durante la recesión (es decir, en el período comprendido entre 1929 y 1933), el dinero y el crédito disminuyeron de forma significativa: el colapso del crédito fue de una magnitud prácticamente similar a la observada en la actividad económica durante el mismo período, mientras que la contracción del dinero fue más contenida. En segundo lugar, durante la recuperación económica, el dinero y el crédito

siguieron sendas divergentes. Mientras que el dinero creció en consonancia con la actividad económica, el nivel del crédito tocó fondo en un estadio posterior y no aumentó hasta la segunda mitad de la década, experimentando la economía una especie de recuperación «sin crédito».

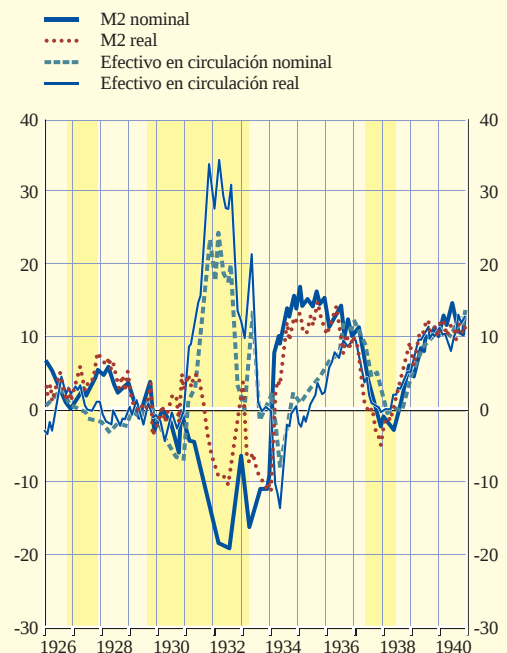
La Gran Depresión duró más de tres años y medio. Esta grave recesión estuvo acompañada por varias crisis bancarias (entre 1930 y 1933) y un prolongado período de deflación. La última crisis bancaria terminó decretándose unas vacaciones bancarias de una semana de duración en todo el país en marzo de 1933 y el abandono del patrón oro por parte de Estados Unidos.

A lo largo de este episodio, M2 experimentó descensos sustanciales, tanto en términos nominales como reales, que persistieron durante mucho tiempo y fueron profundos (la tasa de disminución interanual alcanzó el 20%, en términos nominales, y el 10% en términos reales), y que se vieron agravados por una serie de pánicos bancarios que se iniciaron en el otoño de 1930 (véase gráfico A). El agregado monetario amplio no se recuperó de forma más sostenible hasta después de las vacaciones bancarias y del abandono del patrón oro. Los agregados monetarios, tanto el amplio como el estrecho, retornaron a los niveles anteriores a la Depresión en 1936, es decir, tres años después de que terminara la recesión. La contracción del dinero fue reflejo de la conversión de los depósitos en efectivo llevada a cabo por los hogares durante los episodios de pánico bancario, como se desprende del aumento del efectivo en circulación que se registró a comienzos de los años treinta. Al mismo tiempo, los depósitos a la vista y a plazo mantenidos en los bancos disminuyeron, en términos nominales, y no comenzaron a recuperarse hasta 1933. El crecimiento estable del dinero que se observó después de 1933 coincidió con la recuperación económica y, según Romer¹ y Friedman y Schwartz², tuvo su origen en la entrada de capitales extranjeros, lo que, a su vez, fue consecuencia de la inestable situación política en Europa (que se encontraba al borde de la Segunda Guerra Mundial) y de la reintroducción del patrón oro en Estados Unidos en 1934.

Por lo que se refiere a la evolución del crédito, el crédito real experimentó una contracción sin precedentes, tanto en términos nominales como reales (véase gráfico B). El crecimiento real del crédito comenzó a desacelerarse rápidamente en 1929, y a mediados de 1930 se había tornado negativo en

Gráfico A Crecimiento del agregado monetario amplio y del efectivo en circulación en Estados Unidos durante la Gran Depresión

(tasas de variación interanual)



Fuentes: NBER, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE. Notas: Los datos mensuales relativos a M2 y al efectivo en circulación, y a M2 y al efectivo en circulación en términos reales se han deflactado utilizando el índice de precios de consumo. Las zonas sombreadas se refieren a períodos de recesión, tal y como los define el NBER.

1 Véase Christina Romer, «What ended the Great Depression?», *The Journal of Economic History*, vol. 52, n.º 4, 1992, pp. 757-784. Romer llega a la conclusión de que el incremento observado en la oferta de dinero (medido por M1) no puede atribuirse a ajustes endógenos impulsados por la demanda, ya que ni las reservas en relación con los depósitos ni los depósitos en relación con el efectivo aumentaron en el período comprendido entre 1933 y 1940. Tales cambios son condiciones necesarias para que se produzca un incremento endógeno de M1, dado un nivel determinado de base monetaria.

2 Véase M. Friedman y A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

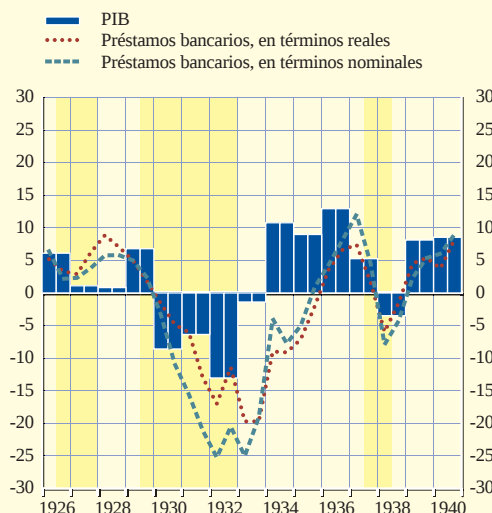
línea con la caída del producto. Si bien la magnitud de la contracción que se registró durante el primer año de la Gran Depresión no era desconocida, la situación del crédito empeoró drásticamente cuando comenzaron las graves crisis bancarias en octubre de 1930. Entre 1931 y 1933, la contracción del crédito se aceleró, observándose tasas interanuales que, en términos reales, fluctuaron entre el -10% y el -20%, y esta tendencia negativa continuó después de que terminara la recesión económica. La tasa de contracción no se moderó hasta 1934, y el crecimiento anual del crédito no se tornó positivo hasta 1936, es decir, tres años después de que concluyera la Gran Depresión. Para entonces, la contracción acumulada en relación con los niveles anteriores a la Gran Depresión era de casi el 50%.

Hay varios factores que pueden explicar el acusado descenso y la lenta recuperación del crédito. En primer lugar, habida cuenta de la profundidad de la recesión económica, el crédito podría haber respondido simplemente a la caída de la demanda y el producto agregados. Sin embargo, esto no explica adecuadamente la persistente contracción del crédito tras el inicio de la recuperación económica. En segundo lugar, la explicación de la evolución del crédito tal vez podría hallarse en las restricciones de oferta derivadas de la necesidad de los bancos de reponer la información sobre sus prestatarios que generalmente se va acumulando a lo largo del tiempo. Esta información se perdió a causa del número excepcionalmente elevado de quiebras bancarias que se produjeron a partir de 1930, lo que, en última instancia, hizo que el número de bancos operativos se redujera casi un 50%. También influyeron en el crédito los cambios en el comportamiento de los bancos, ya que la incertidumbre imperante contribuyó a que incrementaran las reservas en relación con los depósitos por motivos de precaución y a que aumentara la preferencia de los bancos por activos líquidos, como deuda del Tesoro descontable en la Reserva Federal. El resultado fue que solo pudo utilizarse un porcentaje más reducido de los fondos de que disponían los bancos para conceder crédito a largo plazo a prestatarios privados³. Por último, puede que factores de demanda de crédito también intervinieran en su evolución, ya que es posible que se quisieran mantener las ratios de endeudamiento en niveles más bajos que los observados antes de la Gran Depresión.

En conclusión, el descenso observado en el dinero y el crédito durante la Gran Depresión fue espectacular, la recuperación fue lenta y, en el caso del crédito, tardó mucho tiempo en completarse. La divergencia entre el comportamiento del dinero y del crédito en la fase de recuperación puede explicarse de la manera siguiente. Por una parte, la evolución del dinero reflejó el retorno gradual de la confianza en la estabilidad del sistema bancario⁴, propiciado por la recuperación económica y

Gráfico B Crecimiento del crédito en Estados Unidos durante la Gran Depresión

(tasa de variación respecto al año anterior)



Fuentes: US Bureau of Economic Analysis, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Notas: Los datos semestrales relativos al crédito se basan en los saldos de los préstamos correspondientes a junio y diciembre de cada año. El crédito real se deflata utilizando el índice de precios de consumo. Las zonas sombreadas se refieren a períodos de recesión, tal y como los define el NBER.

3 Véase Ben Bernanke, «Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», *American Economic Review*, vol. 73, n.º 3, 1983, pp. 257-276.

4 Tras el pánico que se produjo en el sistema bancario en 1933, Estados Unidos introdujo distintas medidas para salvaguardar la estabilidad financiera, entre las que se incluía un sistema de garantía de depósitos permanente.

favorecido por las importantes entradas de capitales extranjeros. Por otra, la débil evolución del crédito encuentra su explicación, por lo general, en las restricciones de oferta derivadas de la necesidad de los bancos de reponer la información sobre sus prestatarios, perdida durante las distintas crisis bancarias, así como en la mayor preferencia de los bancos por activos considerados más líquidos o con mejores características de riesgo.

Recuadro 2

LECCIONES DE ASIA: CRECIMIENTO DEL DINERO Y DEL CRÉDITO EN JAPÓN DURANTE Y DESPUÉS DE LA «DÉCADA PERDIDA» Y EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA EN TIEMPOS DE CRISIS

La crisis registrada en Japón durante los años noventa (período al que se le suele denominar «la década perdida») y la crisis asiática de 1997 a 1999 presentan ciertas similitudes con la reciente crisis económica y financiera en la zona del euro. Por ello, la comparación de la evolución del crecimiento del dinero y del crédito durante estos dos episodios puede aportar información relevante. Así pues, este recuadro se estructura en dos secciones; en la primera se considera el crecimiento del dinero y del crédito en Japón durante y después de la década perdida, y en la segunda se analiza el crecimiento del dinero y del crédito en las economías emergentes de Asia durante la crisis asiática.

Dinero y crédito en Japón durante la década perdida

En esta sección se realizan tres observaciones principales en relación con la evolución del dinero y del crédito en Japón durante los años noventa. En primer lugar, las tasas de crecimiento tendencial del dinero y del crédito cayeron de forma espectacular tras el colapso de los precios de las acciones y del suelo en 1990 y 1991. En segundo lugar, tras fluctuar inicialmente al compás, el crecimiento del dinero y del crédito comenzó a divergir al comenzar la crisis asiática de 1997. Si bien los agregados monetarios más amplios siguieron aumentando a un ritmo moderado, pero estable, la recuperación de la actividad económica tras la crisis asiática no llevó aparejada un crecimiento del crédito al sector privado, que se contrajo durante casi una década. En tercer lugar, el moderado crecimiento del agregado monetario amplio coincidió con una fuerte expansión del agregado monetario estrecho y un repunte del crédito al sector público. La experiencia de Japón sugiere que el crecimiento del dinero y del crédito podría seguir siendo contenido durante un período prolongado tras las turbulencias financieras y que el crecimiento del crédito, en concreto, podría continuar siendo débil mientras subsistan las deficiencias en el sistema bancario.

En la literatura se han presentado dos argumentos principales para explicar la divergencia observada entre el dinero y el crédito en Japón durante la década perdida: la hipótesis de la «contracción del crédito» y la de la «trampa de liquidez». La hipótesis de la contracción crediticia destaca el retraso en la respuesta regulatoria y la importancia de las condiciones de oferta del crédito en la divergencia entre el crecimiento del dinero y del crédito. El acusado descenso observado en los precios de las acciones y del suelo a comienzos de los años noventa provocó graves pérdidas en el sector empresarial y afectó a su solvencia al reducir el valor de sus activos de garantía. No obstante, este hecho no ocasionó una reducción inmediata del crédito. Los bancos siguieron prorrogando los préstamos concedidos a las empresas en dificultades para limitar la morosidad y el saneamiento de los créditos

(un proceso denominado «préstamos a empresas zombis»¹). Al no producirse retiradas importantes de depósitos durante ese período, las entidades de crédito tuvieron pocos incentivos para sanear sus balances e intentaron, en cambio, ocultar los préstamos problemáticos. Por su parte, al principio el saldo vivo del crédito concedido al sector privado se mantuvo prácticamente sin variación. El crecimiento del crédito se redujo casi a cero y solo aumentó moderadamente en 1994, cuando se recuperó la economía (véase gráfico A).

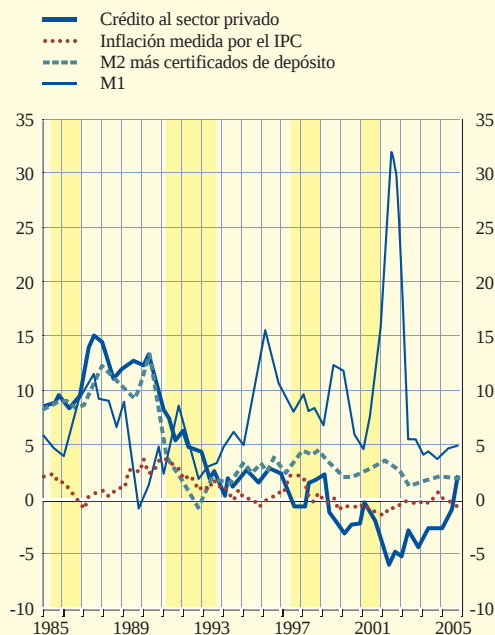
El Gobierno no hizo frente al problema del exceso de préstamos morosos hasta después de la quiebra de varias entidades de crédito en 1997, a través de leyes que limitaban la tolerancia y obligaban a los bancos más débiles a recapitalizarse. Numerosos expertos han llegado a la conclusión de que el prolongado período de contracción del crédito que siguió a esta medida fue consecuencia de haber postergado el saneamiento de los préstamos problemáticos². Ciertamente, los trabajos empíricos constatan que las pérdidas por insolvencias que se derivaron de las reformas prudenciales de 1997 tuvieron un efecto negativo en las reservas de capital de las entidades de crédito, lo que, a su vez, limitó su capacidad para conceder crédito a las empresas privadas³. En su lugar, los bancos aumentaron su exposición a la deuda pública, cuya ponderación de riesgo era cero y, por lo tanto, no implicaba ningún requerimiento de capital adicional.

Por el contrario, los defensores de la hipótesis de la trampa de liquidez argumentan que la divergencia observada en el crecimiento de los dos agregados monetarios se debió a que Japón se encontró en una situación en la que el tipo de interés nominal era cero o próximo a este valor y las políticas monetarias convencionales que incrementan la base monetaria resultaron ineficaces, ya que la base monetaria y los bonos pasaron a ser sustitutos perfectos para los inversores privados⁴.

A partir de mediados de la década de los noventa, cuando los tipos de interés se situaron próximos a cero, la demanda de dinero quedó disociada de la evolución de la economía real. Según la hipótesis de la trampa de liquidez, esta disociación se debió al aumento de la demanda de dinero por motivos

Gráfico A Crecimiento del dinero y del crédito durante y después de la década perdida en Japón

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Banco de Japón, Oficina Económica del Gobierno de Japón, FMI y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas sombreadas corresponden a períodos de recesión. Los datos están ajustados para eliminar las incoherencias entre la encuesta monetaria del Banco de Japón y las estadísticas IFS del FMI.

- 1 R. J. Caballero, T. Hoshi y A. K. Kashyap, «Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, n.º 5, 2008, pp. 1943-1977.
- 2 Véanse, por ejemplo, T. Sekine, «Firm Investment and Balance Sheet Problems in Japan», *Working Paper Series*, n.º 99/111, FMI, Washington DC, 1999; A. Kanaya y D. Woo, «The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons», *Working Paper Series*, n.º 00/7, FMI, Washington DC, 2000; y T. Callen y J. D. Ostry, *Japan's Lost Decade. Policies for Economic Revival*, FMI, Washington DC, 2003.
- 3 Véanse, por ejemplo, W. Watanabe, «Prudential Regulation and the 'Credit Crunch': Evidence from Japan», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n.º 2-3, 2007, pp. 639-665; y D. Woo, «In Search of the 'Capital Crunch': Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n.º 6 (parte 1), 2003, pp. 1019-1038.
- 4 Véase P. Krugman, «It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29, n.º 2, 1998, pp. 137-206; y B. Bernanke, «Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis», en R. Mikitani y A. Posen (eds.), *Japan's financial crisis and its parallels to the US experience*, Institute for International Economics, Washington DC, 2000, pp.149-166.

de precaución en un entorno de inestabilidad financiera y de volúmenes crecientes de activos morosos en los balances de las entidades de crédito⁵. Los bancos mostraban una preferencia creciente por activos líquidos, lo que también empezó a observarse en el mayor crecimiento del crédito al sector público (principalmente a través de las tenencias de deuda pública). Además, el límite inferior cero restringía la capacidad del banco central de seguir promoviendo el crecimiento del crédito al sector privado mediante la reducción de los tipos de interés nominales, ya que los tipos de interés reales continuaban siendo positivos en un entorno deflacionista. Krugman⁶ y Bernanke⁷ argumentan que una pronta respuesta de política económica podría haber ayudado a evitar el límite inferior cero. Al no desaparecer las persistentes presiones deflacionistas sobre la economía, entre 2001 y 2006, el Banco de Japón introdujo finalmente medidas de política monetaria no convencionales, aplicando una política de «relajación cuantitativa».

Dinero y crédito en las economías emergentes de Asia en períodos de crisis

En esta sección se investiga el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios en las economías emergentes de Asia durante la crisis que atravesó esta región entre 1997 y 1999. Lo ocurrido en ese período se compara con los patrones correspondientes de la crisis mundial posterior a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Aunque las dos crisis son sustancialmente diferentes en cuanto a sus orígenes y a la magnitud de las perturbaciones, en ambos casos las importantes salidas de capitales observadas ejercieron presiones sobre los tipos de cambio, provocando tensiones en la balanza de pagos. No obstante, en 1997 y 1998 este hecho quedó finalmente asociado a una crisis bancaria, mientras que en 2008 y 2009 las entidades de crédito se vieron mucho menos afectadas. Por consiguiente, la aparición de una «*twin crisis*» o «crisis gemela» —es decir, una crisis financiera y cambiaria— dio lugar a una fuerte y prolongada contracción del producto real y de la oferta de crédito al sector privado durante los años noventa, en contraposición al descenso más suave y a la recuperación más rápida observada en los últimos años. En el resto de la sección se analizan las diferencias entre estos dos episodios en términos de la evolución de los agregados monetarios y crediticios.

El inicio de la crisis asiática de 1997 a 1999, que en última instancia se desencadenó cuando los inversores descubrieron que los bancos locales tenían una exposición excesiva a activos de baja rentabilidad, estuvo marcado por una importante retirada de fondos de los mercados financieros de la región. La consiguiente inestabilidad política y la incertidumbre en torno a la introducción de reformas en el sector bancario hicieron que los mercados reaccionaran de forma desproporcionada y que se observara un comportamiento gregario, lo que provocó una acusada depreciación de las monedas. La contracción de los mercados financieros condujo posteriormente al desplome del crecimiento del PIB en toda la región.

En el tercer trimestre de 2008, las economías emergentes de Asia también se vieron significativamente afectadas por la crisis financiera mundial que se registró tras la quiebra de Lehman Brothers. El desapalancamiento de las instituciones financieras internacionales y la mayor aversión al riesgo elevó el coste de la financiación externa en los mercados emergentes y redujo su disponibilidad. Entre finales de agosto y finales de noviembre de 2008, los precios de las acciones cayeron y el coste de los seguros de riesgo de crédito (CDS) se incrementó en toda la región, indicando un aumento de la percepción del riesgo de los inversores; los tipos de cambio bajaron ligeramente frente al dólar

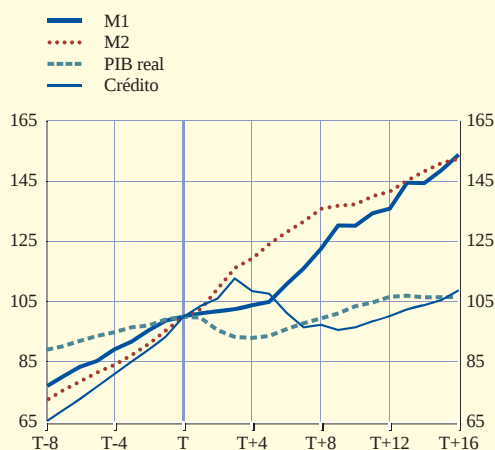
5 K. Iwata, *The role of money and monetary policy in Japan*, intervención en la Cuarta Conferencia sobre Banca Central del BCE titulada «El papel del dinero: dinero y política monetaria en el siglo XXI», Fráncfort del Meno, 9-10 de noviembre de 2006.

6 Véase el documento mencionado en la nota 4.

7 Véase el documento mencionada en la nota 4.

**Gráfico B Evolución del crecimiento
del dinero y del crédito en torno a la crisis
asiática de 1997 a 1999**

(índice: T = 100; medias trimestrales)

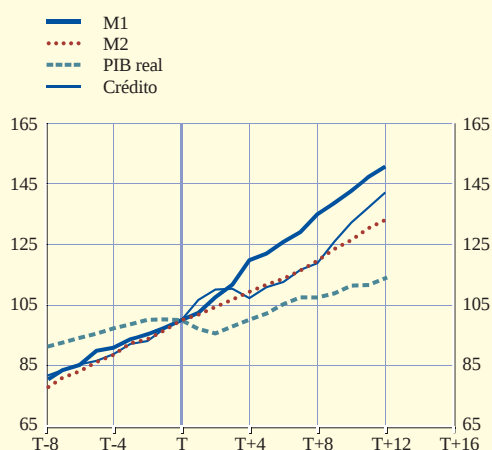


Fuente: Haver Analytics.

Notas: Los datos corresponden a Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, RAE de Hong Kong y Tailandia. La «T» representa el tercer trimestre de 1997.

**Gráfico C Evolución del crecimiento
del dinero y del crédito en torno a
la quiebra de Lehman Brothers en 2008**

(índice: T = 100; medias trimestrales)



Fuente: Haver Analytics.

Notas: Los datos corresponden a Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, RAE de Hong Kong y Tailandia. La «T» representa el tercer trimestre de 2008.

estadounidense, pero no se desarrolló una verdadera crisis de balanza de pagos. Además, gracias a la adopción de medidas de política económica proactivas y a la solidez de las variables fundamentales, el producto retornó con rapidez a los niveles anteriores a la crisis.

En los gráficos B y C se muestra la evolución general de algunas variables monetarias fundamentales de distintas economías emergentes de Asia durante un período de seis años en torno a la crisis asiática y a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. En general, la crisis asiática fue la que tuvo un impacto mayor en la evolución monetaria de las economías mostradas. El crédito interno (definido como activos frente al sector privado) se incrementó inicialmente a raíz de las dos crisis, pero el posterior descenso entre el máximo y el mínimo cíclico observado durante la crisis asiática fue mucho más acusado. Además, el crédito interno no retornó a los niveles anteriores a la crisis hasta doce trimestres después de la perturbación de 1997, mientras que, a excepción de un solo trimestre (el tercer trimestre de 2009), el crédito interno mantuvo su trayectoria al alza tras la quiebra de Lehman Brothers. Mientras tanto, el agregado monetario estrecho (es decir, M1) aumentó con más rapidez en los cuatro primeros trimestres posteriores al inicio de la crisis asiática, antes de crecer a un ritmo más contenido en el período inmediatamente posterior a la crisis; la evolución de M1 tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008 fue similar, aunque menos llamativa. Al mismo tiempo, no se observan diferencias significativas entre las dos crisis en lo que se refiere al comportamiento del agregado monetario amplio (es decir, M2). En cambio, el PIB real no retornó a los niveles anteriores a la crisis hasta tres años después del estallido de la crisis asiática, en lugar de los cinco trimestres transcurridos tras la quiebra de Lehman Brothers.

Pese a las diferencias en cuanto a sus orígenes y a la magnitud de las dos perturbaciones, el impacto heterogéneo de estas dos crisis sobre el crecimiento del dinero y del crédito puede explicarse, en gran medida, por la existencia de un sistema bancario significativamente más débil en las economías emergentes de Asia a finales de los años noventa y por las restricciones impuestas en ese momento por el entorno político. En esa crisis, el sistema bancario asiático en su conjunto era muy vulnerable

a las presiones externas de financiación a corto plazo; además, la mayoría de los bancos habían invertido demasiado en proyectos arriesgados y poco rentables⁸. Asimismo, las políticas monetarias y de tipos de interés de los países que habían acordado programas con el FMI estaban limitadas por condiciones estrictas. Por otra parte, en 2008 y años posteriores, los Gobiernos pudieron contrarrestar las turbulencias externas relajando la política monetaria y fiscal ante la sustancial mejora de las variables fundamentales, que se beneficiaron de la reestructuración y el fortalecimiento de los sistemas bancarios que se habían llevado a cabo en la década anterior.

8 G. Corsetti, P. Pesenti y N. Roubini, «What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?», *Japan and the World Economy*, vol. 11, n.º 3, 1998, pp. 305-373.

3 PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DEL DINERO Y DEL CRÉDITO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

Varios factores explican la divergencia observada entre el crecimiento del dinero y del crédito en torno a épocas de crisis económicas y financieras en economías avanzadas. En esta sección se analizan algunos de los principales factores y se consideran aquellos que pueden ser específicos de los últimos años y que, por tanto, implican posibles desviaciones con respecto a las medias históricas.

CAUSAS PRÓXIMAS Y CANALES DE PROPAGACIÓN DE LAS CRISIS

Es probable que la evolución de los agregados monetarios y crediticios en torno a épocas de recesión esté determinada por las causas próximas y los principales canales de propagación de una crisis económica. Más concretamente, es posible que el papel que desempeñan los factores financieros a la hora de desencadenar y propagar una crisis sea fundamental para valorar la evolución del crecimiento del dinero y del crédito. En consecuencia, existe abundante literatura económica que considera la función del dinero y del crédito en períodos de recesión y de crisis financieras desde una perspectiva histórica¹². Una de las principales conclusiones es que las crisis económicas y financieras importantes con frecuencia van precedidas de niveles elevados de crecimiento del dinero y del crédito (que suele generarse por unas expectativas excesivamente optimistas de fuerte crecimiento económico) y acompañadas de desequilibrios macroeconómicos, como déficits presupuestarios o por cuenta corriente, lo que genera abundancia de liquidez. Para benefi-

ciarse de los períodos de expansión económica y participar en ellos, los participantes en el mercado tienen un incentivo para centrarse en las ganancias de capital a corto plazo, que cada vez se disocian más de las ganancias de productividad en términos reales. Una época de expansión se transforma de repente en un ciclo bajista si la confianza en la capacidad de los deudores para cumplir sus obligaciones financieras se erosiona o desaparece completamente. En consecuencia, los precios de los activos caen de manera acusada, el valor de los títulos desciende significativamente (o desaparece) y los mercados financieros se paralizan, dejan de funcionar parcialmente o se desploman totalmente¹³. A escala macroeconómica, la interacción entre los precios de los activos y el dinero y el crédito tiene lugar a través de diversos canales. Por ejemplo, los ciclos alcistas y bajistas de los precios de los activos influyen en la demanda de dinero, ya que la rentabilidad de distintos activos determina las tenencias de dinero en el contexto de un problema

12 La literatura sobre el papel del dinero y del crédito en la macroeconomía durante el ciclo económico incluye desde las aportaciones de Irving Fisher (por ejemplo, «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, vol. 1, n.º 4, 1933, pp. 337-357), que analiza el papel de los factores monetarios y de la deflación de la deuda en la propagación de desaceleraciones, a las de Friedman y Schwartz, y Bernanke (véanse las publicaciones mencionadas en las notas 2 y 3, respectivamente, del recuadro 1), que consideran el papel del dinero y del crédito en la Gran Depresión de Estados Unidos. Para un análisis más reciente del papel del dinero y del crédito en la macroeconomía, véase la publicación a la que se hace referencia en la nota 1 (particularmente el capítulo 1) y X. Freixas y J.-C. Rochet, *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 2008 (particularmente el capítulo 6), respectivamente.

13 Véase, por ejemplo, C. Kindleberger y R. Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 2005, que proporciona un análisis histórico detallado del papel desempeñado por factores monetarios y crediticios en crisis financieras, así como la publicación mencionada en la nota 6, que considera detenidamente el papel de la deuda a la hora de desencadenar y propagar crisis financieras.

más general de asignación de carteras. Además, la evolución del crédito resulta afectada por estos ciclos a través, por ejemplo, de los balances de las sociedades no financieras y los hogares o de otros canales. Más concretamente, las restricciones de liquidez que afrontan dichos agentes (resultantes de problemas de información asimétrica en los mercados de crédito) aumentan cuando, tras un ciclo bajista de los precios de los activos, su riqueza neta disminuye, reduciendo con ello el valor de los activos utilizados para garantizar préstamos¹⁴.

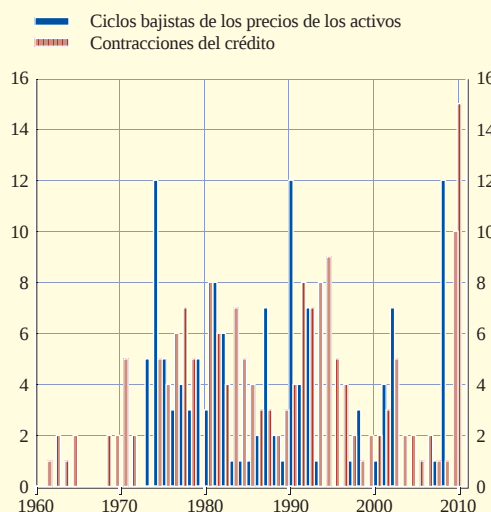
En el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial se ha observado una expansión sin precedentes del sector financiero que ha coincidido con cambios importantes en las últimas décadas, como la innovación financiera, la flexibilización de la regulación financiera y la globalización financiera, especialmente antes del estallido de la crisis financiera reciente¹⁵. En consecuencia, además de otros beneficios como la mayor disponibilidad de crédito a los hogares y las empresas con fines de consumo e inversión, estos cambios también han acrecentado la importancia del sector financiero como fuente de inestabilidad y de propagación de perturbaciones que tienen su origen en otras áreas de la economía.

La evidencia sugiere que la mayor parte de las recesiones que han experimentado economías de la OCDE desde 1960 (es decir, a mediados de la década de los setenta, a principios de los años ochenta y de los noventa, y en el período 2008-2010, como se indica en el gráfico 3) coincidieron con crisis financieras que se extendieron a varios países. Por ejemplo, como ya se ha indicado, en algunos países las recesiones de principios de la década de los noventa y de 2008-2010 fueron, asimismo, acompañadas de una crisis bancaria sistémica. Además, también hubo etapas en las que estallaron burbujas en los precios de los activos¹⁶ y se contrajo el crédito¹⁷, y que tendieron a solaparse con recesiones (aunque también se produjeron en otros períodos, como a principios de la década de 2000; véase gráfico 7)¹⁸.

En general, las crisis económicas de mayor envergadura han ido acompañadas de algún tipo de crisis financiera que se desarrolló en varios países

Gráfico 7 Ciclos bajistas de los precios de los activos y contracciones del crédito

(número de episodios)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, FMI, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Para conocer definiciones de ciclos bajistas de los precios de los activos y de contracciones del crédito, véanse el texto principal y las notas a pie de página 16 y 17. Los datos sobre ciclos bajistas de los precios de los activos solo están disponibles para el período 1970-2008.

- 14 Para una descripción más detallada de los canales que relacionan los precios de los activos, el dinero y el crédito, véase la publicación a la que se hace referencia en la nota 1 (particularmente el capítulo 6).
- 15 Véase, por ejemplo, M. Schularick y A. Taylor, «Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008», *NBER Working Paper Series*, n.º 15512, NBER, noviembre de 2009.
- 16 Se han identificado ciclos bajistas en los precios de los activos en 17 economías de la OCDE entre 1970 y 2008 en D. Gerdemeier, H. E. Reimers y B. Roffia, «Asset price misalignments and the role of money and credit», *Working Paper Series*, n.º 1068, BCE, julio de 2009. Los resultados son similares, en líneas generales, si se utiliza la cronología (para 18 países de la OCDE entre 1970 y 2007) en L. Alessi y C. Detken, «Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», *European Journal of Political Economy*, vol. 27, n.º 3, 2011, pp. 520-533.
- 17 En este artículo, las contracciones del crédito se definen como períodos con una tasa de crecimiento del crédito interno negativa en términos reales.
- 18 Para conocer más evidencia sobre los vínculos entre recesiones y crisis financieras, véanse también: S. Claessens, M. A. Kose y M. Terrones, «What happens during recessions, crunches and busts?», *Economic Policy*, vol. 24, n.º 60, octubre de 2009, pp. 653-700; y S. Claessens, M. A. Kose y M. Terrones, «How do the business and financial cycles interact?», *Working Paper Series*, n.º 11/88, FMI, Washington DC, abril de 2011. Estos autores llegan a la conclusión de que la interacción entre variables macroeconómicas y financieras desempeña un papel clave para determinar la gravedad y la duración de las recesiones.

simultáneamente. Por tanto, no resulta sorprendente que se observen fuertes fluctuaciones en el crecimiento del dinero y del crédito en torno al período en el que se produjeron la mayor parte de las recesiones. No obstante, la crisis económica y financiera de los últimos años se ha caracterizado por ser más profunda y generalizada.

El papel desempeñado por el sector financiero en lo que respecta al origen y la propagación de las crisis más recientes es indiscutible y está asociado, por ejemplo, a las burbujas generadas en los mercados de la vivienda e hipotecarios y a cambios fundamentales en el sistema bancario (como la expansión de los mercados de titulización)¹⁹. De cara al futuro, el papel sin precedentes de los mercados bancarios y de crédito en las crisis recientes, al menos en el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial, indica que no puede descartarse la posibilidad de que el crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro se esté alejando de sus medias históricas. Un rasgo característico de los últimos años han sido los niveles históricamente muy elevados de endeudamiento de los sectores privado y público en la mayor parte de los países de la OCDE²⁰. Esto sugiere que, después una recesión, cabría esperar que la recuperación del crecimiento del crédito sea más débil de lo habitual, ya que los agentes económicos pueden tratar de limitar su endeudamiento para evitar que alcance cotas insostenibles o verse obligados a ello. Por consiguiente, esto puede señalar la necesidad de una reestructuración más drástica, lo que podría demorar una recuperación más dinámica del PIB real en varias economías avanzadas, incluida la zona del euro. Por tanto, es probable que un crecimiento más débil del crédito influya en la actividad económica, lo que, debido a factores estructurales, también tendrá un efecto moderador en la expansión del dinero y del crédito durante un tiempo prolongado.

DIMENSIÓN INTERNACIONAL DE LAS CRISIS

También es probable que la dimensión internacional sea un aspecto importante para explicar el crecimiento del dinero y del crédito en torno a períodos de recesión y de crisis bancarias. Naturalmente, la

gravedad, la propagación y la duración de las turbulencias económicas y financieras aumentarán en caso de que se produzca una crisis internacional generalizada que provoque efectos de contagio negativos para la economía nacional y ofrezca poco margen de maniobra para aprovechar la expansión económica en otros países.

El análisis presentado anteriormente indica que en diversas ocasiones se han registrado crisis simultáneas en varias economías. Otro aspecto relevante en este contexto es el hecho de que, en los últimos 50 años, los eventos de carácter sistémico en la economía mundial (especialmente en economías importantes) han sido más frecuentes en épocas de crecimiento relativamente acusado de la liquidez mundial, medido este por las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios mundiales. De este modo, en la medida en que, por una parte, las condiciones de liquidez están cada vez más interrelacionadas en las principales economías avanzadas y, por otra parte, existe una creciente integración de los mercados financieros internacionales, las condiciones de liquidez a nivel mundial pueden tener repercusiones importantes para las economías nacionales y deben tomarse en consideración.

La evolución del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales en torno a períodos de recesión ha tendido a variar en función de si los niveles de liquidez global son relativamente moderados o abundantes. En el primer caso solo se produce una leve y breve moderación del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales, mientras que en el segundo se aprecia un descenso prolongado del crecimiento real de este agregado

19 Véase, por ejemplo, M. Brunnermeier, «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n.º 1, 2009, pp. 77-100.

20 Véase C. Reinhart y K. Rogoff, «A Decade of Debt», *NBER Working Paper Series*, n.º 16827, NBER, febrero de 2011. Los autores demuestran que, en los últimos años, la deuda pública de las economías avanzadas ha alcanzado niveles no registrados desde el final de la Segunda Guerra Mundial, situándose en niveles incluso superiores a los observados durante la Primera Guerra Mundial y la Gran Depresión. Lo mismo es aplicable a los niveles de deuda privada. Los resultados de Reinhart y Rogoff ponen de relieve que, como regularidad empírica, los máximos históricos en términos de apalancamiento se han asociado con mucha frecuencia a un crecimiento económico más lento.

durante la fase de recuperación. La evolución de la zona del euro durante y después de la reciente recesión es coherente, en general, con los patrones que se observan cuando hay abundancia de liquidez global (véase gráfico 8)²¹, y se dispone de evidencia similar en lo que respecta al crecimiento real del crédito interno. Esta evidencia es acorde con la opinión de que la liquidez mundial alcanzó niveles elevados antes de la recesión, sin que se produjera una corrección significativa hasta después de 2009.

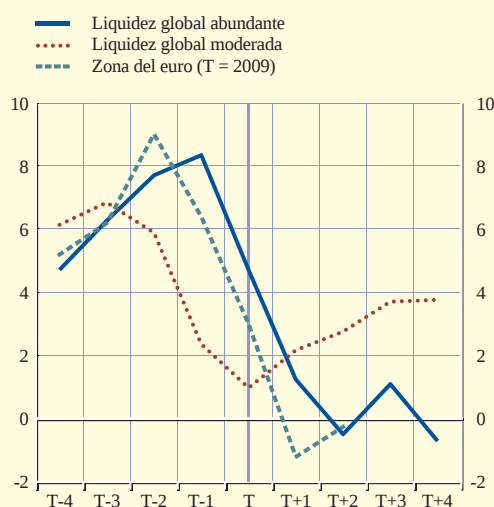
El motivo por el que la evolución monetaria y crediticia varía en función de los niveles de liquidez global es que las condiciones de liquidez a escala mundial, los flujos internacionales de capital, y el dinero y el crédito internos están directamente relacionados a través de diversos canales, como queda reflejado en la balanza de pagos y en su presentación monetaria. En primer lugar, los flujos internacionales de capital, que incluyen las operaciones con el sector tenedor de dinero nacional (incluidas las efectuadas con valores emitidos por

este sector) que se liquidan a través del sector bancario residente, provocan cambios en la posición acreedora neta frente al exterior de las entidades de crédito y, con frecuencia, también en el saldo monetario total. Por tanto, en determinadas circunstancias, las entradas de capital pueden contribuir a la expansión de los agregados monetarios nacionales y, en ocasiones, a un crecimiento monetario excesivo. De igual modo, las salidas de capital pueden limitar la disponibilidad de dinero y, en última instancia, de crédito, en la economía nacional, con consecuencias adversas para el sector financiero y la economía real. De hecho, se dispone de evidencia al respecto que indica que, en promedio, los países que han sido importadores netos de capital antes de una recesión experimentan una caída más pronunciada de su saldo monetario que aquellos que han sido exportadores netos. En segundo lugar, la disponibilidad de financiación transfronteriza puede causar un impacto directo sobre el crédito interno superior al derivado de las condiciones monetarias internas. Ciertamente, los préstamos interbancarios transfronterizos representan un canal a través del que el sistema bancario nacional puede conceder crédito más allá de las limitaciones establecidas por la financiación interna disponible. Esto ayuda a explicar el motivo por el que es más probable que el crecimiento del crédito sea más acusado que el del dinero en torno a períodos de crisis.

En general, la dimensión internacional es un aspecto importante al valorar los patrones de crecimiento del dinero y del crédito en torno a períodos de crisis. Sin duda alguna, la dimensión internacional de la reciente crisis es muy significativa, aunque no carece de precedentes en los países de la OCDE si se tiene en cuenta la caída del sistema de Bretton Woods y la progresiva liberalización de los flujos internacionales de capital en la década de 1970²². Dicho esto, la crisis reciente, en particular, ha sido la más generalizada internacionalmente desde la

Gráfico 8 Crecimiento medio del agregado monetario amplio en términos reales en torno a períodos de recesión con liquidez global abundante y moderada

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Comisión Europea, BPI, FMI, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). El período «T» representa el primer año de recesión. Para conocer definiciones de liquidez global abundante y moderada, véase la nota a pie de página 21.

- 21 A los efectos del presente análisis, la liquidez global abundante se define como un crecimiento total del agregado monetario amplio y del crédito interno por encima del percentil 66. El crecimiento por debajo de este umbral se clasifica como liquidez global moderada.
- 22 Se ha de observar que, dado que la mayor parte de las crisis de la muestra considerada coinciden con la ausencia de controles de capital, resulta difícil valorar el impacto de estos controles sobre la evolución del dinero y del crédito en torno a períodos de crisis.

Segunda Guerra Mundial, lo que indica que este factor puede ser también una causa de la desviación con respecto a las medias históricas.

POLÍTICAS ECONÓMICAS Y OTROS FACTORES

Como la gravedad de la reciente crisis económica y financiera carecía de precedentes, al menos desde la Segunda Guerra Mundial, los responsables políticos de varias economías avanzadas han puesto en marcha algunas medidas económicas nunca adoptadas anteriormente. Algunas de ellas estaban específicamente dirigidas a respaldar el crecimiento del crédito interno, que se considera un aspecto importante de la recuperación. Como el crédito interno es la principal contrapartida del agregado monetario amplio, esto también ha influido en la evolución de los agregados monetarios. Es probable que estas medidas económicas sin precedentes, que han incluido medidas de política monetaria no convencionales, expliquen el hecho de que, en los tres o cuatro últimos años, el crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro no se haya desviado significativamente de las medias históricas observadas en períodos de crisis. Por ejemplo, las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE han sido fundamentales para apoyar al sistema bancario de la zona, mejorando sensiblemente la situación de liquidez. Se dispone, asimismo, de evidencia que sugiere que estas medidas han contribuido a evitar una caída considerable de los agregados monetarios y crediticios, obstaculizando con ello la aparición de espirales adversas con posibles consecuencias negativas para las variables macroeconómicas²³.

Al mismo tiempo subsisten importantes fuentes de incertidumbre, por ejemplo en lo que respecta a la duración y el impacto de la crisis de la deuda soberana en algunos países europeos, así como en lo que atañe a la solidez de los balances bancarios en varios países de la OCDE, siendo probable que esta incertidumbre haya provocado una mayor aversión al riesgo entre los agentes económicos y haya contribuido a un aumento de la volatilidad de los flujos monetarios en los últimos años. Esta aversión al riesgo conduce a la expansión del agregado monetario estrecho y, hasta cierto punto,

del amplio, mientras el crecimiento del crédito sigue siendo contenido. Por tanto, estos factores pueden explicar las desviaciones con respecto a las medias históricas. Ciertamente, es posible que estos factores hayan sido la causa de las fluctuaciones inusualmente pronunciadas del agregado monetario estrecho en términos reales en 2009 y 2010.

4 CONCLUSIONES

Los patrones de crecimiento medio del dinero y del crédito en torno a anteriores crisis económicas y financieras pueden constituir una referencia útil para valorar la evolución actual y futura del dinero, del crédito y del producto. En este artículo se ha presentado evidencia que muestra que estas referencias deben establecer una distinción entre diferentes tipos de recesión, concretamente entre las que coincidieron con una crisis financiera y las que no. Esto demuestra la significativa interrelación existente entre el dinero, el crédito y el producto, especialmente en esos períodos. En general, la evolución reciente del crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro parece estar en consonancia con los patrones generales observados en recesiones y recuperaciones anteriores, si la reciente contracción económica se compara con recesiones que fueron acompañadas de crisis bancarias sistémicas. Ciertamente, la lenta recuperación del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito interno en 2011 es acorde con la moderada recuperación de la actividad económica observada en 2010 y 2011 tras la severa recesión de 2008 y 2009. También es probable que el lento repunte de los agregados monetarios y crediticios refleje la corrección del excesivo crecimiento acumulado antes de la crisis. Además, el crecimiento del agregado monetario amplio, del agregado monetario estrecho y del crédito interno suele presentar divergencias en esos períodos, siendo habitual que el crecimiento de M1 anticipe un cambio de sentido del ciclo económico, que el del agregado monetario amplio evolucione en consonancia con

23 Para conocer evidencia acerca del impacto sobre los agregados monetarios y crediticios, véase el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011 (particularmente el recuadro 2).

ARTÍCULOS

El crecimiento
del dinero y del crédito
después de crisis económicas y
financieras: una perspectiva
histórica mundial

el ciclo económico (aunque de forma menos pronunciada durante la fase descendente del ciclo), y que el crecimiento del crédito vaya a la zaga de la recuperación de la actividad económica. Aunque la evolución reciente en la zona del euro se ajusta en gran medida a estas regularidades, el crecimiento del agregado monetario estrecho ha fluctuado de forma más acusada de lo habitual en los últimos años (es decir, si se compara con la evolución típica en torno a períodos de crisis económica y financiera), debido posiblemente a los niveles excepcionalmente elevados de volatilidad e incertidumbre registrados en la zona del euro en los últimos años.

De cara al futuro no se puede descartar una mayor interrelación entre los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro (con la posibilidad de que, como resultado, el producto se desvíe de sus medias históricas), debido principalmente a la presencia simultánea de diversos factores. Esto último puede estar relacionado con: i) los niveles inusualmente elevados de endeudamiento de los sectores público y privado en los últimos años; ii) la interrelación entre la crisis de la deuda soberana, la inquietud de los inversores y las presiones sobre la financiación y el capital de las entidades de crédito en varios países europeos, y iii) la mayor intensidad de propagación de la crisis a escala internacional.