

COMPARACIÓN DE LA RECIENTE CRISIS FINANCIERA DE ESTADOS UNIDOS Y LA ZONA DEL EURO CON LA EXPERIENCIA DE JAPÓN EN LOS AÑOS NOVENTA

ARTÍCULOS

Comparación de la reciente crisis financiera de Estados Unidos y la zona del euro con la experiencia de Japón en los años noventa

La crisis financiera mundial, que se inició en Estados Unidos como una crisis de deuda subprime y que, posteriormente, ha pasado por una serie de etapas diferentes —la última de las cuales ha sido la crisis de la deuda soberana de la zona del euro—, alteró significativamente la trayectoria de crecimiento en Estados Unidos y en la zona del euro. Tras una severa recesión y una recuperación relativamente discreta, en los próximos años se prevé un período de moderado crecimiento. Por consiguiente, varios analistas han comparado la situación que atraviesan actualmente Estados Unidos y la zona del euro con la llamada «década perdida» de Japón en los años noventa, el episodio más reciente en el que una economía avanzada experimentó un prolongado ajuste de los balances sectoriales, una persistente debilidad de la actividad económica, un rápido aumento de la deuda pública y una acusada y duradera corrección a la baja de los precios de los activos.

No obstante, existen diferencias importantes entre el tipo de desequilibrios que registró Japón y los que desencadenaron la reciente crisis financiera que afectó a Estados Unidos y la zona del euro. En Japón, fue principalmente el sector empresarial el que necesitó reequilibrarse tras un excesivo apalancamiento, mientras que, en Estados Unidos, los problemas con los balances afectaron a los hogares tras el auge del crédito y de los precios de la vivienda. Por lo que respecta a la zona del euro, esos problemas fueron menos evidentes a nivel agregado, pero, a medida que avanzó la crisis financiera, los desequilibrios regionales se intensificaron y, en algunos Estados miembros de la zona del euro, el apalancamiento se tornó excesivo. Además, el acusado deterioro de los saldos fiscales también dio lugar a un aumento de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública, una de las principales causas de la crisis de deuda soberana que afectó a varios países de la zona del euro y también de otras regiones.

Las notables diferencias entre los motivos económicos de la «década perdida» de Japón y las medidas adoptadas para resolver los problemas, por un lado, y la crisis financiera de Estados Unidos y la zona del euro, por otro, sugieren que se trata de crisis distintas y que es improbable que Estados Unidos y la zona del euro recorran la misma senda que Japón. Sin embargo, al mismo tiempo, la experiencia de Japón subraya lo difícil que les resulta a las economías salir de las recesiones de balance y corregir los grandes desequilibrios para restablecer las perspectivas de crecimiento y lograr una recuperación sostenible y duradera. Una enseñanza que se puede extraer es que, para que la recuperación económica se afiance de forma duradera, lo primero que hay que hacer es sanear el sistema financiero. Otra enseñanza importante es que, si las reformas no se ponen en marcha o se retrasan, la recuperación podría ser lenta, frágil y propensa a revertirse, y es casi seguro que reaparecerán los problemas derivados de las debilidades estructurales.

I INTRODUCCIÓN

La reciente crisis financiera alteró significativamente la trayectoria de crecimiento en Estados Unidos y en la zona del euro. A la severa recesión que se produjo en 2008-2009, siguió una recuperación que fue relativamente discreta en comparación con anteriores episodios. Las proyecciones sugieren un nuevo período de débil crecimiento en los próximos años. Aunque los factores determinantes de las relativamente bajas tasas de crecimiento son diversos, un componente ha sido la

necesidad de realizar ajustes en los balances en la medida en que tanto el sector privado como el sector público de algunos países tratan de corregir los excesos del pasado. Ello ha llevado a los analistas a establecer comparaciones entre la situación que atraviesan actualmente Estados Unidos y la zona del euro y la llamada «década perdida» de Japón en los años noventa, el episodio más reciente en el que una economía avanzada experimentó un prolongado ajuste de los balances sectoriales, un estancamiento de la actividad económica y un rápido aumento de la deuda

pública tras una acusada corrección a la baja de los precios de los activos¹. Este artículo analiza la experiencia de Japón y las consecuencias de los períodos prolongados de ajuste de los balances, estableciendo un paralelismo con la situación actual y considerando las enseñanzas que podrían extraerse.

Las comparaciones con la situación actual deben tratarse con cierta prudencia, ya que un episodio histórico concreto no puede servir de modelo exacto para acontecimientos posteriores y, de hecho, se observan importantes diferencias entre el tipo de desequilibrios que registró Japón y los que desencadenaron la reciente crisis financiera que afectó a Estados Unidos y a la zona del euro. Los consiguientes ajustes también han dependido de las características estructurales particulares de cada economía, del estado de sus finanzas públicas y de las medidas de política adoptadas. No obstante, las comparaciones entre países pueden resaltar algunas de las causas y las consecuencias de los períodos en los que se han producido procesos de ajuste sustancial y persistente de los balances.

Las dificultades de comparación se agudizan especialmente en lo que respecta a la zona del euro, dada la heterogeneidad de las experiencias de los distintos países que la integran desde el inicio de la crisis. En la medida de lo posible, el presente

artículo se centra en la zona del euro en su conjunto. No obstante, también es necesario considerar la perspectiva de cada país, que se analiza por separado en el recuadro 2, sobre todo porque los desafíos a los que se enfrentan algunos países de la zona del euro se asemejan bastante a los problemas de ajuste de los balances.

El artículo se estructura como sigue: tras un breve resumen de la experiencia de Japón (véase recuadro 1), la sección 2 describe la naturaleza y la magnitud de los desequilibrios acumulados antes de la crisis en Japón en los años noventa y de los registrados en Estados Unidos y la zona del euro en la actualidad. En la sección 3 se describe cómo la variada naturaleza de los problemas de los balances configuró el consiguiente ajuste, analizándose con más detalle, en el recuadro 2, la experiencia de cada uno de los países miembros de la zona del euro. La sección 4 se dedica a las consecuencias a más largo plazo de las crisis. En la sección 5 se subraya el importante papel desempeñado por el sector financiero en la resolución de esos problemas. En la sección 6 se describen las políticas correctivas adoptadas y, en la sección 7, se presentan las conclusiones.

1 Véase, por ejemplo, M. Shirakawa, «Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road?», conferencia pronunciada en la London School of Economics, 10 de enero de 2012.

Recuadro 1

LA EXPERIENCIA ECONÓMICA DE JAPÓN EN LOS AÑOS NOVENTA

Como consecuencia de un desplome de las cotizaciones bursátiles y de los precios de los inmuebles en 1990-1991, la economía japonesa atravesó un período prolongado de ajuste de los balances durante toda la década de los noventa. Hasta 2003 no se produjo una recuperación más sostenida de la actividad económica y hubo que esperar hasta 2005 para que el crecimiento del crédito volviera a ser positivo.

Impacto del desapalancamiento de las empresas en la inversión y el crecimiento

Durante el período de auge de la inversión de finales de los años ochenta se acumularon los desequilibrios económicos. En aquel momento, el sector empresarial se había endeudado masivamente con los bancos, presentando normalmente como garantía activos inmobiliarios. La fuerte caída de los

precios de los inmuebles redujo el valor de esas garantías y obligó a las empresas a sanear sus balances. Este proceso de desapalancamiento se manifestó a través de un incremento del ahorro de las empresas, así como en una prolongada caída de la inversión privada y en un estancamiento de los beneficios empresariales durante toda la década de los noventa. Sin embargo, debido a la naturaleza específica de la crisis japonesa, la situación pudo reequilibrarse, en parte, mediante un crecimiento de la demanda exterior neta en un contexto de expansión de la demanda mundial, aunque esta recuperación, inducida por las exportaciones, sufrió un revés con la crisis asiática de 1997 y los dos períodos de fuerte apreciación del yen en 1993-1994 y 1998-1999¹.

¿Cómo afectaron los problemas del sector bancario a la economía?

En un intento por limitar sus pérdidas a corto plazo, las entidades de crédito japonesas, escasamente capitalizadas, inicialmente concedieron préstamos a empresas insolventes, a los que con frecuencia se denominó «préstamos zombis». Las autoridades se mostraron indecisas a la hora de fortalecer la supervisión bancaria y desalentar esta tolerancia regulatoria, lo que aplazó el saneamiento de los préstamos y la recapitalización. Las entidades de crédito, que llevaban años luchando con el problema de las deudas incobrables, restringieron los préstamos a las nuevas empresas, lo que produjo distorsiones en la asignación del crédito y, en última instancia, exacerbó la crisis financiera y retrasó una recuperación sostenida. Es posible que los «préstamos zombis» hayan obstaculizado el acceso al mercado de empresas más eficientes, limitando la innovación y reduciendo el crecimiento de la productividad a largo plazo². De la misma manera, el fuerte hincapié que, tradicionalmente, se ha hecho en la seguridad en el empleo en Japón podría haber reducido la flexibilidad al obstaculizar los ajustes sectoriales en la economía. El ajuste en el mercado de trabajo se centró en los salarios: la tasa de paro aumentó ligeramente, pero los salarios nominales experimentaron una rápida caída, lo que parece haber contribuido a sumir al país en una fase de deflación a partir de finales de la década de los noventa. Las presiones deflacionistas se hicieron más evidentes en los precios de los bienes, lo que indica que otros factores, como la fuerte competencia de las importaciones y una amplia brecha de producción, también fueron importantes³. Además, las inciertas perspectivas de crecimiento económico de aquel momento hicieron que se aplazaran los planes de inversión y consumo, lo que ejerció aún más presión a la baja sobre los precios⁴.

Si bien la década perdida de Japón se atribuye normalmente al desapalancamiento y a los problemas con la intermediación financiera, es importante señalar que las deficiencias estructurales de la economía también podrían haber desempeñado un papel importante. Algunos estudios han sugerido que la década de estancamiento económico en Japón podría haber estado asociada a la gradual conclusión del proceso de «convergencia», al aproximarse el país a la frontera tecnológica, lo que, en última instancia, limitó aún más los aumentos de productividad⁵. Además, la economía japonesa se enfrentó a una evolución demográfica desfavorable a partir de la década de los noventa, ya que la población

1 Véanse T. Sekine, «Firm-Investment and Balance-Sheet Problems in Japan», *IMF Working Paper Series*, n.º WP/99/111, 1999; A. Kanaya y D. Woo, «The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons», *IMF Working Paper Series*, n.º WP/00/7, 2000; T. Callen, y J. D. Ostry, *Japan's Lost Decade. Policies for Economic Revival*, FMI, 2003.

2 R. J. Caballero, T. Hoshi y A. K. Kashyap, «Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan», *American Economic Review*, 98, pp. 1943-1977, 2008; J. Peek y E. Rosengren, «Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan», *American Economic Review*, 95, pp. 1144-1166, 2005; K. G. Nishimura y Y. Kawamoto, «Why does the problem persist? "Rational Rigidity" and the plight of Japanese banks», *The World Economy*, vol. 26, pp. 301-324, 2003.

3 N. Baba, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda y H. Ugai, «Japan's deflation, problems in the financial system, and monetary policy», *Monetary and Economic Studies*, vol. 23, pp. 47-111, 2005.

4 T. Kimura, T. Shimatani, K. Sakura y T. Nishida, «The role of money and growth expectations in price determination mechanism», *Bank of Japan Working Paper Series*, n.º 10-E-11, 2010.

5 M. Hayashi y E. Prescott, «The 1990s in Japan: A Lost Decade», *Review of Economic Dynamics*, 5, pp. 206-235, 2002.

en edad de trabajar revirtió su anterior tendencia de crecimiento y comenzó a descender. Esto también hizo que resultase más difícil absorber el exceso de oferta de vivienda.

Medidas de política frente a la crisis

Pese a la existencia de cierto margen de maniobra inicial antes de alcanzar el límite cero de los tipos de interés, la política monetaria reaccionó con lentitud frente a la crisis, debido en parte (incluso dos años después del colapso del mercado bursátil) a que ni el banco central ni otros observadores previeron una desaceleración prolongada de la economía⁶. Dado que las expectativas de inflación también se mantenían en niveles bajos, los tipos de interés reales a largo plazo siguieron siendo altos, mientras que el crédito registró una contracción. Durante este período, la eficacia del mecanismo de transmisión monetaria podría haberse visto obstaculizada por los problemas fundamentales del sector privado que no abordaron las autoridades reguladoras⁷. En vista de que las persistentes presiones deflacionistas no desaparecían, el Banco de Japón recurrió, en última instancia, a las medidas de política monetaria no convencionales. Su política de «expansión cuantitativa» (*quantitative easing*) aplicada desde 2001 hasta 2006 podría haber contribuido a que las tasas de inflación volvieran a ser ligeramente positivas.

Por lo que respecta a la política fiscal, el bajo nivel inicial de deuda pública y el abultado superávit por cuenta corriente que registraba Japón indujeron a las autoridades a contrarrestar el estancamiento económico con estímulos fiscales. Además, el deterioro de los ingresos y el aumento del gasto de la seguridad social también contribuyeron al incremento del déficit fiscal en los primeros años noventa. Para consolidar las finanzas públicas, el Gobierno aumentó los impuestos sobre el valor añadido en 1997 con el inicio de la crisis asiática, lo que, a juicio de algunos observadores, podría haber retrasado la recuperación⁸. A partir de 1998, la política fiscal se tornó cada vez más expansiva, aunque el impulso fiscal del gasto adicional siguió siendo limitado, debido, en parte, a que los multiplicadores del gasto fiscal se redujeron a partir de 1990⁹. Esta evolución refleja un desplazamiento hacia el gasto en seguridad social en detrimento de la inversión pública. Asimismo, en el contexto del proceso de desapalancamiento, el sector privado podría haber respondido en menor medida a los estímulos fiscales. Con el transcurso del tiempo, las políticas fiscales expansionistas han incrementado los niveles de deuda pública, que, en 2010, se situaban por encima del 200 % del PIB.

6 A. Ahearn, J. Gagnon, J. Haltmaier y S. Kamin, «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s», *Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*, n.º 2002-729, 2002.

7 Véase recuadro 2 del artículo titulado «El crecimiento del dinero y del crédito después de crisis económicas y financieras: una perspectiva histórica mundial», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

8 A. Posen, «It takes more than a bubble to become Japan», en A. Richards, (ed.), *Asset Prices and Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia, 2004; A. Posen, «The Realities and Relevance of Japan's Great Recession: Neither Ran no Rashomon», *Peterson Institute for International Economics Working Paper Series*, WP 10-7, 2010.

9 M. Syed, K. Kang y K. Tokuoka, «Lost Decade in Translation: What Japan's crisis could portend about recovery from the Great Recession», *IMF Working Paper Series*, n.º WP/09/282, 2009; R. Hemming, M. Kell y S. Mahfouz, «The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – a review of literature», *IMF Working Paper Series*, n.º WP/02/208/, 2002.

2 NATURALEZA Y CONTEXTO DE LAS CRISIS DE BALANCE

La principal similitud entre la experiencia japonesa de los años noventa y la reciente crisis de Estados Unidos y la zona del euro es que ambos

casos pueden considerarse como «recesiones de balance», en las que algunos segmentos del sector privado no financiero se vieron obligados a realizar ajustes significativos de su situación patrimonial como consecuencia de acusadas correcciones de los precios de los activos, que, a su vez, habían

venido precedidas de una fuerte expansión crediticia. No obstante, la principal causa de los problemas se concentró en diferentes sectores: en Japón, los excesos se produjeron, principalmente, en el sector empresarial, que se resintió como consecuencia del excesivo apalancamiento (véase recuadro 1), mientras que en Estados Unidos los problemas de los balances afectaron sobre todo a los hogares, tras la expansión crediticia y el auge del sector inmobiliario. En la zona del euro, aunque los préstamos también aumentaron en el período previo a la crisis, los problemas con los balances, específicos de cada sector, fueron menos evidentes a nivel agregado, pero prominentes en algunos países, lo que dio lugar a notables desequilibrios regionales y a un excesivo apalancamiento en algunos sectores de varios Estados miembros de la zona (véase recuadro 2).

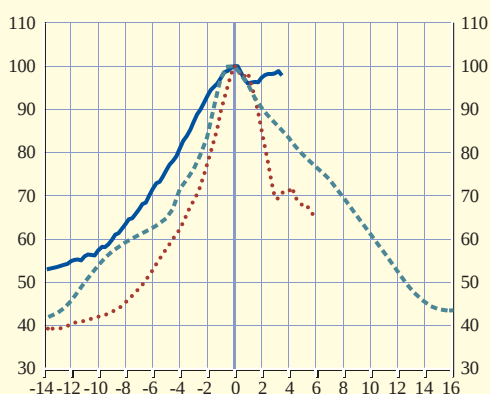
También se observaron diferencias en la magnitud y la velocidad del ajuste. En primer lugar, la corrección de los precios de los activos en el sector inmobiliario, y los consiguientes ajustes de los balances, se han producido recientemente en Estados Unidos a un ritmo más rápido que en Japón en los años noventa, mientras que el ajuste en la zona del euro ha sido mucho más mesurado. En segundo lugar, la economía japonesa experimentó una perturbación relativamente mayor en términos de efectos negativos sobre la riqueza por el descenso de los precios de los inmuebles. En Japón, los sectores de empresas y hogares sufrieron pérdidas considerables en sus activos inmobiliarios, mientras que en Estados Unidos y la zona del euro fueron los hogares los que se vieron más afectados (véanse gráficos 1 y 2). Para la zona del euro en su conjunto, el descenso de la riqueza de los hogares ha sido discreto en

Gráfico 1 Precios de la vivienda

(índice = 100 en los máximos; datos semestrales para Japón; datos trimestrales para otros países)

Eje de abscisas: años desde el máximo

— Zona del euro (II 2008)
 Estados Unidos (I 2006)
 - - - Japón (III 1991)



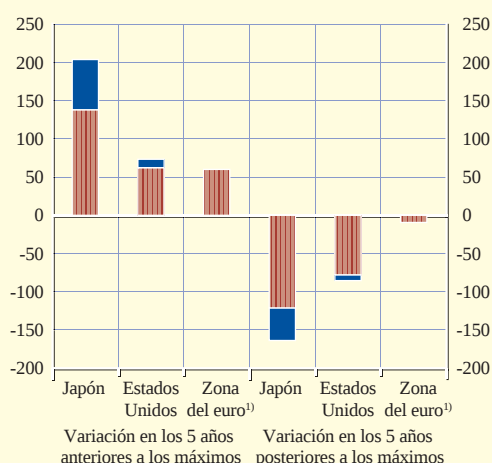
Fuentes: S&P, Fisery, MacroMarkets LLC, Japan Real Estate Research Institute y BCE.

Notas: Los datos de Estados Unidos corresponden al índice de precios de la vivienda Case Shiller; los de Japón al índice de precios de los terrenos urbanos, y los de la zona del euro al índice de precios de los inmuebles residenciales. El máximo se indica entre paréntesis. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011 en el caso de Estados Unidos y la zona del euro.

Gráfico 2 Variación del valor de mercado de la riqueza inmobiliaria en porcentaje del PIB

(diferencia en puntos porcentuales; datos anuales para Japón; datos trimestrales para otros países)

— Sociedades no financieras
 Hogares



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Oficina Económica del Gobierno (de Japón) y Eurostat.

Notas: Los datos se refieren a las tenencias totales de activos inmobiliarios de los hogares y de las sociedades no financieras como porcentaje del PIB. Los hogares incluyen las instituciones sin fines de lucro y las empresas individuales sin personalidad jurídica propia. Los máximos son los siguientes: primer trimestre de 2006 para Estados Unidos, 1990 para Japón y cuarto trimestre de 2007 para la zona del euro.

1) Los datos de la zona del euro se refieren solo a los hogares y corresponden a los tres años y nueve meses siguientes al máximo.

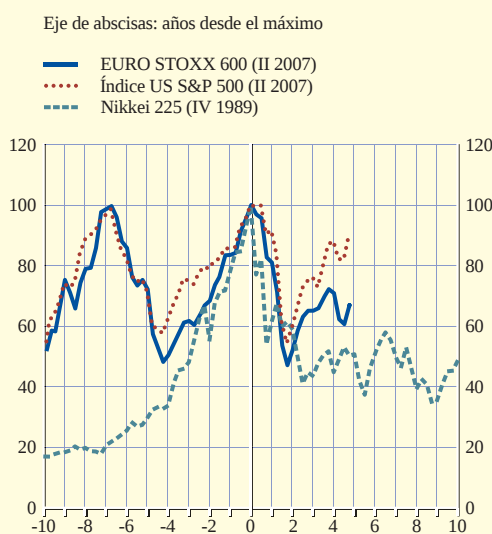
comparación, aunque se observó una fuerte heterogeneidad a nivel de países con un crecimiento excesivo de los precios de la vivienda y, consecuentemente, correcciones de mayor magnitud en algunos países (véase recuadro 2). Pese a que en Estados Unidos los precios de la vivienda experimentaron un descenso muy acusado, el impacto global en la economía se vio atenuado por el hecho de que la ratio de riqueza inmobiliaria con respecto al PIB era mucho menor (un máximo del 234% frente al 355% de Japón). En tercer lugar, el ciclo de auge y caída de las cotizaciones bursátiles y de los precios inmobiliarios fue mucho más persistente y simultáneo en Japón, lo que intensificó la perturbación. Por el contrario, los precios de las acciones repuntaron en la zona del euro y en Estados Unidos, a diferencia de Japón, que experimentó un estancamiento durante una década (véanse gráficos 3 y 4).

En conjunto, las comparaciones, específicas para la economía, de la velocidad y la magnitud del

ajuste de los precios de los activos sugieren que el problema fue algo más grave en Japón que en Estados Unidos y en la zona del euro: una burbuja mayor antes de la crisis, que afectó a varias clases de activos, seguida de una mayor caída, más simultánea y prolongada. No obstante, como la crisis actual aún sigue su curso, podría resultar prematuro extraer conclusiones definitivas respecto a la gravedad de la perturbación experimentada por cada economía en los dos episodios considerados. La materialización del riesgo sistémico a nivel mundial durante la reciente crisis financiera, que fue mucho más generalizada, magnificó la perturbación general en cada una de las economías a través de efectos de contagio financieros y comerciales. En una situación en la que muchas economías se esfuerzan simultáneamente por corregir los desequilibrios, es evidente que tanto Estados Unidos como la zona del euro han tenido que enfrentarse a un entorno exterior menos favorable que Japón.

Gráfico 3 Precios de las acciones

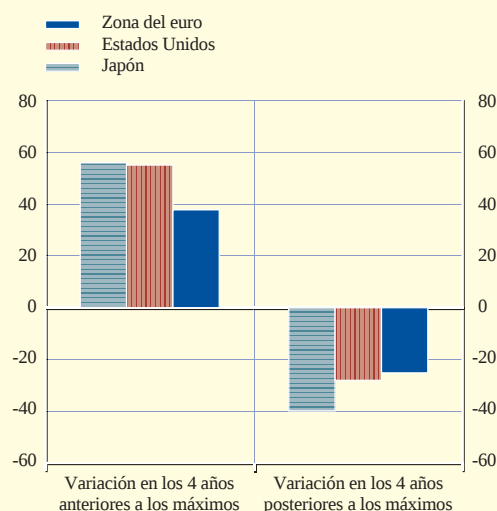
(índice = 100 en los máximos; datos trimestrales)



Fuentes: Nikkei, Wall Street Journal, Haver y STOXX Limited.
 Notas: El máximo se indica entre paréntesis. La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2012 en el caso de Estados Unidos y la zona del euro.

Gráfico 4 Variación del valor de mercado de las acciones en porcentaje del PIB

(diferencia en puntos porcentuales; datos trimestrales)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón y Eurostat.

Notas: Los datos se refieren a las tenencias nacionales. Los datos de Estados Unidos excluyen las tenencias de renta variable privada en poder de sociedades no financieras.

Los máximos son los siguientes: segundo trimestre de 2007 para Estados Unidos y la zona del euro; cuarto trimestre de 1989 para Japón.

3 EL PERÍODO DE AJUSTE: DIFERENCIAS POR SECTORES Y CONSECUENCIAS ECONÓMICAS

Históricamente, las «recesiones de balance» vienen seguidas, normalmente, de un período prolongado de depresión de la demanda, determinado por la necesidad de algunos sectores de reducir el apalancamiento. La naturaleza de los desequilibrios sectoriales también tiende a configurar los consiguientes ajustes económicos. Una diferencia significativa entre los episodios considerados es que la necesidad de proceder a una reestructuración tras el estallido de la burbuja recayó sobre un sector empresarial excesivamente apalancado en el caso de Japón, mientras que en Estados Unidos y en algunos países de la zona del euro la burbuja de los precios de la vivienda afectó sobre todo a los balances de los hogares (véanse gráficos 5 y 6)².

Así pues, en Estados Unidos y también en algunos países de la zona del euro, el ajuste ha exigido,

en particular, un aumento de la tasa de ahorro de los hogares (véase gráfico 7). Por el contrario, en Japón, el desapalancamiento llegó en forma de un incremento persistente del ahorro de las empresas, junto con un descenso prolongado de la inversión, ya que este sector necesitaba redimensionarse (véase gráfico 8). El ahorro neto de las empresas también aumentó tras el inicio de la reciente crisis. Sin embargo, en Estados Unidos y en la mayoría de los países de la zona del euro el desapalancamiento de las empresas reflejó, con frecuencia, una combinación de factores de demanda y de oferta, como una mayor propensión

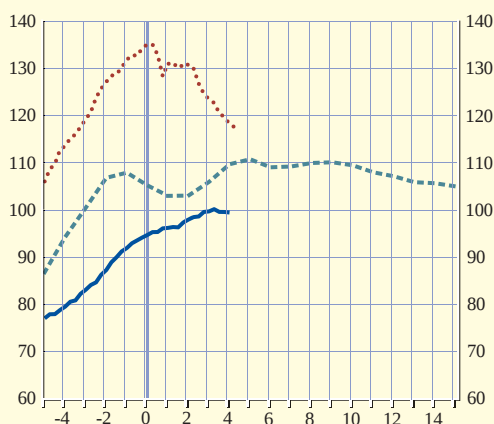
- 2 Salvo indicación en contrario (por ejemplo, en los gráficos 1 a 4 y en el gráfico 18), la elección del año de referencia para la mayoría de los gráficos del presente artículo denota el respectivo máximo de la actividad económica, identificado como el último trimestre antes del inicio de la recesión, es decir, el primer trimestre de 1991 en el caso de Japón y el tercer trimestre de 2007 en el caso de Estados Unidos. Dados el inicio simultáneo de las turbulencias financieras mundiales en el tercer trimestre de 2007 y el carácter global de la crisis posterior, el año de referencia elegido para la zona del euro es el mismo que para Estados Unidos.

Gráfico 5 Endeudamiento de los hogares en porcentaje de la renta personal disponible

(porcentajes; datos anuales para Japón; datos trimestrales para otros países)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis

— Zona del euro (III 2007)
 Estados Unidos (III 2007)
 - - - Japón (I 1991)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón, BCE y Eurostat.

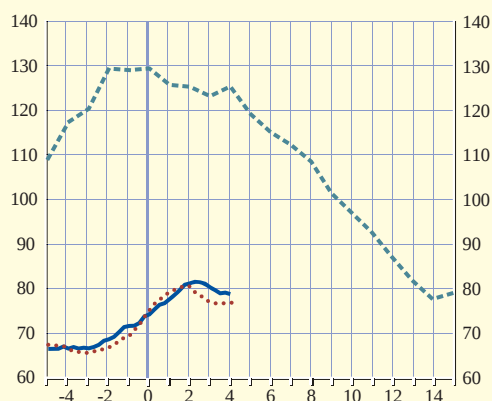
Notas: Los datos se refieren a los pasivos totales de los hogares y de las instituciones sin fines de lucro. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 para la zona del euro y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

Gráfico 6 Ratios de deuda de las sociedades no financieras en porcentaje del PIB

(porcentajes; datos anuales para Japón; datos trimestrales para otros países)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis

— Zona del euro (III 2007)
 Estados Unidos (III 2007)
 - - - Japón (I 1991)

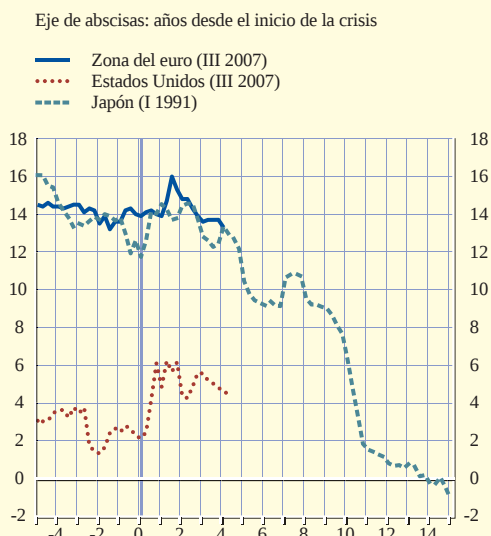


Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón, BCE y Eurostat.

Notas: Los datos se refieren a préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los créditos comerciales. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 para la zona del euro y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

Gráfico 7 Tasas de ahorro de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible; datos trimestrales)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Oficina Económica del Gobierno (Japón), BCE y Eurostat.

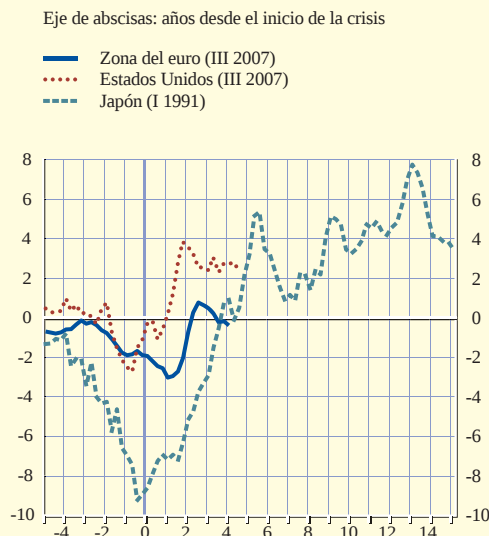
Notas: Los datos se refieren a la tasa de ahorro de los hogares. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 para la zona del euro y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

a retener las ganancias en un contexto de incertidumbre respecto a la demanda futura y unas condiciones de concesión de crédito restrictivas, a diferencia del intento activo de las empresas japonesas de ajustarse al descenso del valor de las garantías.

La naturaleza del ajuste también tiene consecuencias para la composición de la demanda. En Estados Unidos y en la zona del euro —especialmente en países con grandes necesidades de desapalancamiento (véase recuadro 2)— el mayor ahorro de los hogares supuso una moderación sostenida del gasto en consumo y una corrección de la inversión residencial con respecto a los niveles insosteniblemente altos alcanzados durante la expansión crediticia y el auge del sector inmobiliario. Desde

Gráfico 8 Balance de ahorro e inversión del sector empresarial

(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón, BCE y Eurostat.

Notas: Los datos se refieren a la capacidad/necesidad de financiación de las sociedades no financieras. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 para la zona del euro y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

el final de la recesión, la contribución de ambos componentes al crecimiento del PIB ha sido menor que en anteriores recuperaciones.

Además, el ajuste en Estados Unidos y en la zona del euro se ha visto conformado por las circunstancias mundiales. La crisis japonesa fue, en gran medida, interna, y afectó relativamente poco al resto del mundo, lo que hizo posible que la demanda exterior neta contribuyera a «reequilibrar» la situación. La crisis reciente ha tenido un alcance notablemente más amplio y la desaceleración general del crecimiento a escala mundial probablemente ha obstaculizado la capacidad de Estados Unidos y la zona del euro para recuperarse recurriendo a un mayor crecimiento de las exportaciones (véase gráfico 9).

Recuadro 2

AJUSTES DE LOS BALANCES EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

A nivel agregado, la zona del euro no comparte plenamente los problemas con los balances observados en Japón en la década de los noventa o en Estados Unidos en la actualidad. El endeudamiento del sector privado ha seguido siendo, en general, limitado y la posición de inversión internacional neta de la zona en su conjunto está, prácticamente, en equilibrio. No obstante, los problemas que afectan actualmente a algunos países de la zona del euro guardan relación, fundamentalmente, con un exceso de apalancamiento¹. Concretamente, algunos países han registrado presiones de desapalancamiento tras la fuerte expansión del crédito y una acusada corrección de los precios de los activos; así pues, los desafíos a los que se enfrentan estos países parecen asemejarse, más bien, a las dificultades asociadas al ajuste de los balances.

Al analizar los desequilibrios de la zona del euro en su conjunto, basándose en la contabilidad de la zona, se observa que, mientras a nivel agregado la posición exterior de la zona se ha mantenido próxima al equilibrio, se ha producido una creciente divergencia entre dos grupos de países: el «grupo con superávit exterior», que incluye los países que habían registrado superávit por cuenta corriente durante el período de cinco años transcurrido hasta el inicio de la crisis financiera en 2007, y el «grupo con déficit exterior», que incluye los países que registraron déficit por cuenta

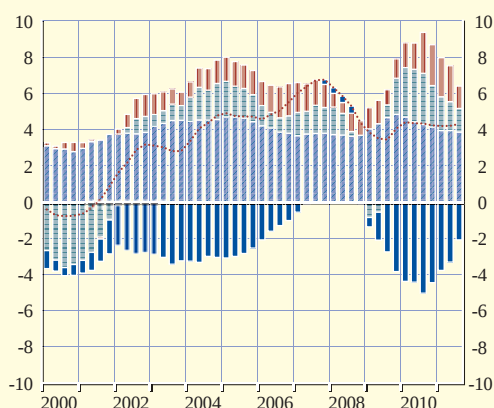
1 Véase el artículo titulado «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas del euro: una perspectiva de los flujos de fondos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre 2011.

Gráficos A Capacidad/necesidad de financiación por grupos de países

(en porcentaje del PIB; sumas de cuatro trimestres)

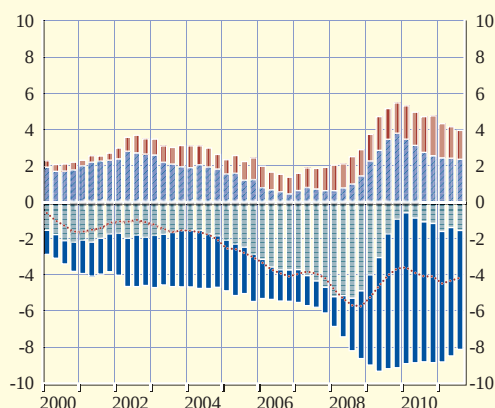
1. Países con superávit exterior

■ Administraciones Públicas
■ Instituciones financieras
■ Sociedades no financieras
■ Hogares
..... Total de la economía



2. Países con déficit exterior

■ Administraciones Públicas
■ Instituciones financieras
■ Sociedades no financieras
■ Hogares
..... Total de la economía



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: La capacidad/necesidad de financiación que figura en los gráficos de este recuadro ha sido ajustada, por comodidad, para excluir las «adquisiciones menos cesiones de activos financieros no producidos» (a fin de evitar las distorsiones causadas por los grandes ingresos procedentes de las ventas de licencias de telefonía móvil UMTS en 2000). Las cifras positivas/negativas indican capacidad/necesidad de financiación. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011.

corriente² (véase gráfico A). Obviamente, la composición de los grupos guarda una estrecha relación con el período de referencia y cambiaría con el tiempo. Si bien parte del aumento de los déficits financieros del sector privado en el grupo de países con déficit exterior podría reflejar una mayor integración financiera dentro de la zona del euro, también podría ser consecuencia de los episodios de auge del crédito observados en algunos países. En el grupo con déficit exterior, la recesión que siguió a la crisis, sumada a las fuertes correcciones de los precios de la vivienda en algunos países, dio lugar a un acusado despalancamiento por parte del sector privado. La capacidad de financiación de los hogares aumentó significativamente y los saldos financieros expansivos que registraron las sociedades no financieras antes de la crisis se revirtieron rápidamente.

Paralelamente, los saldos presupuestarios registraron un considerable deterioro y la deuda pública aumentó rápidamente, aunque con marcadas diferencias entre los distintos países de la zona del euro. Como resultado, los riesgos para la sostenibilidad de la deuda se intensificaron en varios países de la zona en un clima de inestabilidad financiera y bajo crecimiento. Sin embargo, al contrario que en Japón, donde el aumento del endeudamiento del sector público se debió, en su mayoría, a los programas de obras públicas iniciados posteriormente para dar impulso a la economía, el respaldo del sector financiero ha sido más importante en la zona del euro. Al respecto, el respaldo público al saneamiento del sistema financiero puede considerarse positivo para el crecimiento a largo plazo, siempre y cuando restablezca la solidez de las finanzas y no ponga en riesgo la sostenibilidad de la deuda pública.

El cuadro que se presenta a continuación muestra la heterogeneidad del endeudamiento entre los países de la zona del euro, según los datos aportados por la Comisión Europea en el contexto de la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos en la UE y en la zona del euro (publicados el 14 de febrero de 2012 en el Informe sobre el mecanismo de alerta de la Comisión Europea). También

2 El «grupo con superávit exterior» incluye Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia. El «grupo con déficit exterior» incluye Irlanda, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Malta, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia. Para más información sobre el análisis de las cuentas del euro durante la crisis financiera y los grupos de países de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Los desequilibrios de la zona del euro desde la perspectiva de las cuentas sectoriales», *Boletín Mensual*, BCE, febrero 2012, pp. 38-43.

Cuadro de indicadores del mecanismo de alerta de las economías de la zona del euro y otros indicadores

(en porcentaje del PIB)

Año 2010	Posición de inversión internacional neta	Deuda del sector privado	Deuda del sector público
Bélgica	77,8	232,8	96,2
Alemania	38,4	128,1	83,2
Estonia	-72,8	176,1	6,7
Irlanda	-90,9	341,3	92,5
Grecia	-92,5	124,1	144,9
España	-89,5	227,3	61,0
Francia	-10,0	159,8	82,3
Italia	-23,9	126,4	118,4
Chipre	-43,4	289,2	61,5
Luxemburgo	96,5	253,9	19,1
Malta	9,2	212,0	69,1
Países Bajos	28,0	223,4	62,9
Austria	-9,8	165,7	71,8
Portugal	-107,5	248,5	93,4
Eslovenia	-35,7	128,8	38,8
Eslovaquia	-66,2	69,0	41,0
Finlandia	9,9	177,7	48,3
Pro memoria: umbrales	-35,0	160,0	60,0

Fuente: Comisión Europea.

Nota: Las celdas sombreadas en gris indican los países que rebasaron el umbral en 2010.

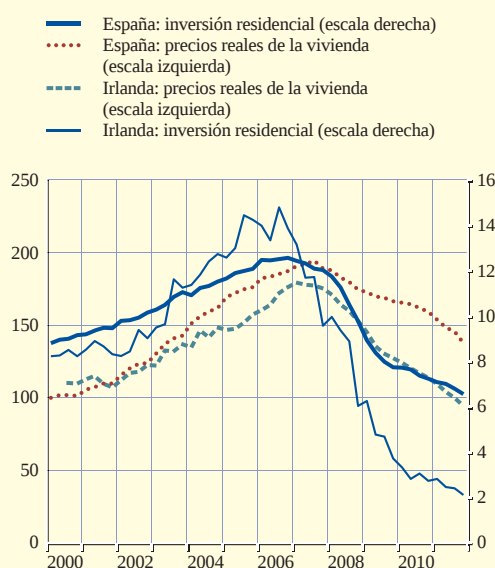
muestra el alcance del ajuste de los balances que habría que realizar en algunos países de la zona del euro en los próximos años. En particular, Irlanda, España, Chipre y Portugal registran elevados niveles de deuda pública y privada, y su posición de inversión internacional neta es, claramente, de déficit excesivo. España e Irlanda son también ejemplos de países en los que los problemas con los balances tienen su origen en un ciclo de auge y caída del sector inmobiliario. A este respecto, su experiencia es, en cierta medida, comparable a los ajustes de los balances realizados en Japón en los años noventa y en Estados Unidos en la actualidad. En ambos países, el crédito al sector privado aumentó de forma pronunciada desde el comienzo de la década de 2000, dando lugar a un auge de la vivienda y la construcción. Tras registrar un máximo en 2007, la inversión residencial se redujo rápidamente en los años siguientes, y parece que, por lo que respecta a este componente, se ha completado el grueso de la corrección. Los precios de la vivienda también alcanzaron máximos en 2007 en ambos países. Mientras que la corrección ha sido significativa en Irlanda, la sobrevaloración de los precios de la vivienda en España se ha corregido de forma más gradual (véase gráfico B).

En los dos países puede observarse un pronunciado aumento del endeudamiento del sector privado en los años anteriores a los auges del precio de los activos. En lo que respecta al sector hogares, la deuda aumentó de forma significativa hasta la crisis financiera, situándose cerca del 130 % del PIB en Irlanda y del 90 % en España. En comparación, el endeudamiento de los hogares en la zona del euro se estabilizó en el 65 % del PIB. Desde entonces, el desapalancamiento del sector privado ha sido mayor en Irlanda que en España (véase gráfico C)³.

3 Véase un análisis del endeudamiento de las empresas en la zona del euro, incluida una comparación con Estados Unidos, en el artículo titulado «El endeudamiento de las empresas en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero 2012, pp. 87-103.

Gráfico B Inversión residencial en porcentaje del PIB y precios reales de la vivienda en España e Irlanda

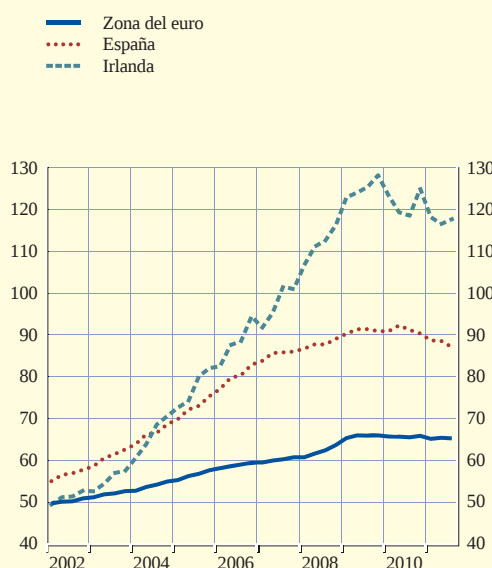
(escala izquierda: 2000 = 100; escala derecha: en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.
Notas: Precios de la vivienda deflactados por el IAPC. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011.

Gráfico C Deuda del sector hogares

(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.
Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011.

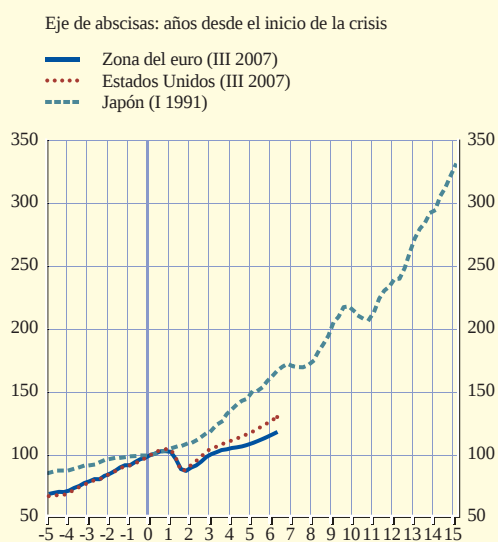
Además, ambos países registraron un aumento particularmente fuerte de la deuda pública. En comparación con los niveles anteriores a la crisis observados en 2007, se prevé que la ratio de deuda pública con respecto al PIB aumente 83,2 puntos porcentuales, hasta el 108,1 %, en Irlanda en 2011 y 33,4 puntos porcentuales, hasta el 69,6 %, en España⁴, como resultado, entre otras cosas, del considerable apoyo a las instituciones financieras en dificultades.

En general, el proceso de despalancamiento sigue su curso en varios países de la zona del euro, y la reducción de la deuda privada y pública probablemente limitará el crecimiento en los próximos años, en la medida en que el ajuste de los balances afectará al gasto en inversión de las empresas y al consumo de los hogares. Al mismo tiempo, un período de bajo crecimiento en esos países podría también formar parte del ajuste, ya que los desequilibrios reflejaban principalmente el auge de la demanda antes de la crisis. De no haberse realizado el ajuste, podría haberse producido una corrección más dolorosa en una etapa posterior.

4 Véanse las Previsiones económicas de otoño de 2011 de la Comisión Europea, Bruselas.

Gráfico 9 Demanda externa

(índice = 100 en el tercer trimestre de 2007 para Estados Unidos y la zona del euro y en el primer trimestre de 1991 para Japón; datos trimestrales)



Fuentes: OECD Economic Outlook.

Notas: Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. Para Estados Unidos y la zona del euro, las proyecciones abarcan desde el tercer trimestre de 2011 hasta el cuarto trimestre de 2013.

4 CORRECCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS Y POTENCIAL DE CRECIMIENTO

Aparte de los efectos sobre la demanda que conlleva la fase de reequilibrio, el crecimiento económico también puede experimentar un deterioro si

el potencial de oferta de la economía se ve afectado. Si el ajuste económico es severo, podría producirse un descenso de la flexibilidad y una pérdida de capital intangible o humano, en la medida en que las empresas o los hogares sufran prolongados períodos de subutilización o de subempleo, lo que implicaría un período de menor crecimiento del potencial de producción de la economía. Las estimaciones recientes indican que el crecimiento del producto potencial tanto en la zona del euro como en Estados Unidos se ha reducido significativamente durante la reciente desaceleración económica. Aunque el producto potencial sigue siendo difícil de medir en tiempo real, la OCDE, el FMI y la Comisión Europea estiman una caída de las tasas medias de crecimiento potencial de alrededor de 1 punto porcentual en el período comprendido entre 2008 y 2011 en comparación con los diez años anteriores³. En horizontes similares, el crecimiento potencial se redujo en Japón en torno a 2 puntos porcentuales, en promedio, a partir de 1992.

Los efectos precisos sobre el crecimiento económico a largo plazo probablemente reflejen diferencias en la estructura de cada economía, así como la forma en que se ha producido el reequilibrio económico. Concretamente, no todo el descenso del producto potencial en Japón fue resultado de los ajustes de los balances y de rigideces en

3 Véase el recuadro 1 del artículo titulado «Patrones de los ciclos macroeconómicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?», *Boletín Mensual*, BCE, mayo 2011.

el sector empresarial (como se analiza en el recuadro 1), sino que también estuvieron relacionados con el envejecimiento de la población y con la resultante reducción de la población activa. Al respecto, las Naciones Unidas prevén que también Estados Unidos y la zona del euro tendrán que hacer frente a los crecientes desafíos que plantea dicho envejecimiento, aunque en menor medida que Japón.

En Estados Unidos, debido al grado relativamente mayor de flexibilidad del mercado de trabajo, ha sido el nivel del empleo el que ha soportado la carga del ajuste. La destrucción de empleo sostuvo el crecimiento de la productividad y de los beneficios de las empresas, a expensas de un aumento del desempleo y de una caída de la participación de las rentas del trabajo en el total de la economía (véase gráfico 10). La proporción

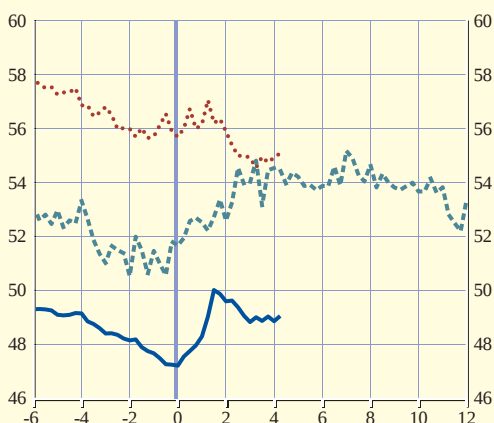
de desempleados durante más de un semestre en relación con el total seguía manteniéndose en torno a los máximos históricos a comienzos de 2012 (véase gráfico 11). Estos prolongados episodios de desempleo podrían traducirse en una reducción del capital humano, debido a la pérdida de capacidad. También suele reducirse la probabilidad de encontrar empleo nuevamente, ya que los trabajadores no ocupados ven mermados el acceso a las redes de empleo, su reputación o su vinculación a la población activa, convirtiendo así parte del incremento cíclico en desempleo estructural. Además, las perspectivas de empleo podrían verse afectadas durante muchos años, debido a la falta de incentivos para trabajar como consecuencia de la continua renovación de las prestaciones por desempleo, lo que podría dar lugar a que los beneficiarios de estas prestaciones se esforzaran menos por encontrar empleo.

Gráfico 10 Remuneración de los asalariados

(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis

— Zona del euro (III 2007)
 Estados Unidos (III 2007)
 - - - Japón (I 1991)



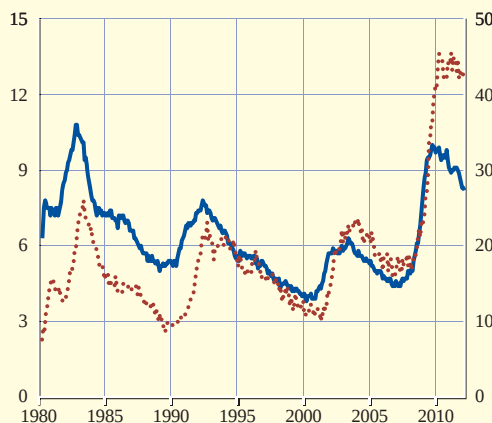
Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Oficina Económica del Gobierno (Japón) y Eurostat.

Notas: Los datos de Estados Unidos se refieren a la remuneración de los asalariados recibida. En el caso de Japón, corresponden a la remuneración de los asalariados en la renta nacional, mientras que en el caso de la zona del euro se refieren a todas las ramas de la NACE. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011 tanto para Estados Unidos como para la zona del euro.

Gráfico 11 Tasa de paro y duración del desempleo en Estados Unidos

(escala izquierda; porcentaje; escala derecha; porcentaje del total de civiles en paro desempleados durante un período igual o superior a 27 semanas; datos mensuales)

— Tasa de paro (escala izquierda)
 Desempleados durante un período igual o superior a 27 semanas (escala derecha)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Notas: Tasa de paro de la población civil cuya edad es igual o superior a 16 años. La observación más reciente corresponde a marzo de 2012.

Por último, el ajuste del factor trabajo por sectores y áreas geográficas podría verse obstaculizado por la caída de la movilidad de la mano de obra, como se refleja en la menor movilidad de los hogares en comparación con la recesión de los años 2000-2001, en particular de los propietarios de vivienda (véase gráfico 12). Cabría pensar en una relación con los problemas del mercado de la vivienda, ya que una notable proporción de los hogares se ven obligados a mantener viviendas cuyo valor es inferior al de la hipoteca que aún les resta por pagar, lo que dificulta su movilidad, dado que sería necesario el reconocimiento inmediato de las pérdidas⁴.

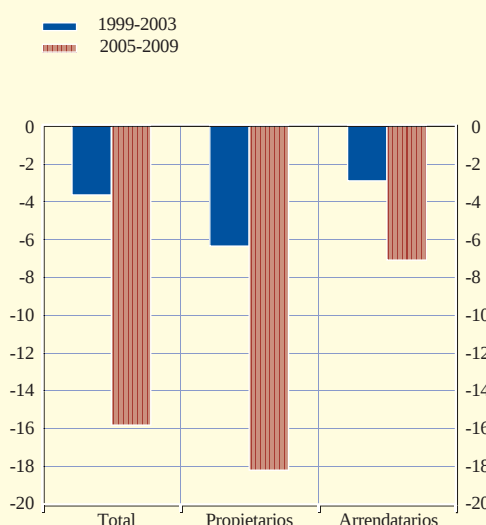
A diferencia de la caída que experimentó la movilidad de la mano de obra, apenas hay evidencia de que se haya reducido la flexibilidad en el sector empresarial de Estados Unidos. La crisis fue testigo de un acusado incremento de la proporción de empresas que abandonaron el mercado,

especialmente en sectores necesitados de ajuste, como la construcción, mientras que las tasas de acceso al mercado se mantuvieron relativamente estables, lo que sugiere el funcionamiento de un mecanismo de «destrucción creativa» (véase gráfico 13). Ello contrasta de forma acusada con la experiencia de Japón en los años noventa, cuando el aumento de la tasa de quiebras entre las empresas fue relativamente moderado, pero el número de empresas de nueva creación registró una fuerte caída, lo que, en última instancia, impidió el acceso al mercado de empresas potencialmente más eficientes (véase gráfico 14). Estados Unidos también parece haber evitado las distorsiones relacionadas con la perpetuación de los préstamos, ya que, a diferencia de lo ocurrido en Japón, la proporción de préstamos a sectores con

4 En F. Ferreira, J. Gyourko y J. Tracy, «Housing Busts and Household Mobility: An Update», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n.º 526, 2011, se observa que el valor negativo del capital inmobiliario ha reducido la movilidad de los hogares un 30 %.

Gráfico 12 Variaciones de la tasa de movilidad de los hogares en Estados Unidos

(puntos porcentuales)

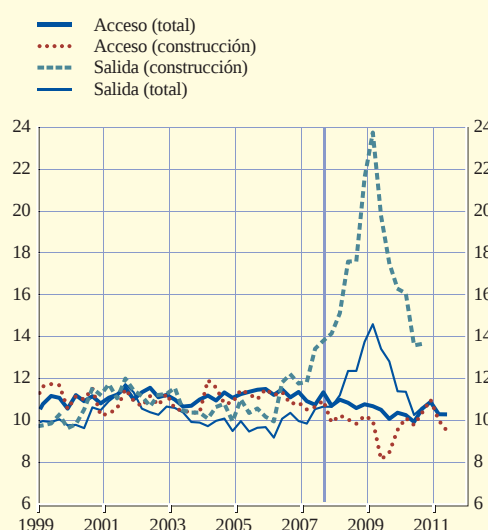


Fuentes: American Housing Survey, US Census Bureau y expertos del BCE.

Notas: Datos semestrales. La tasa de movilidad se define como la proporción de ocupantes de una vivienda que declaran haberse mudado de casa en los 12 meses anteriores. Los años de referencia se eligen para comparar la variación de la movilidad de los hogares durante un período de cuatro años, que abarca la última recesión (2007-2009) y la anterior (2000-2001).

Gráfico 13 Tasas de acceso al mercado y de salida de las empresas en Estados Unidos

(en porcentaje del total de establecimientos privados; datos trimestrales)

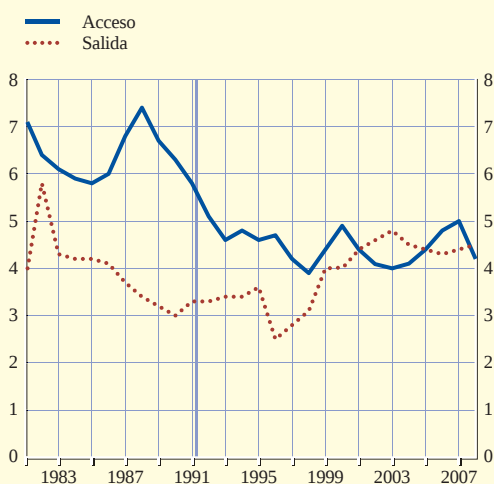


Fuentes: Bureau of Labor Statistics y expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2011 para el acceso al mercado y al tercer trimestre de 2010 para la salida del mercado. La línea vertical marca el tercer trimestre de 2007, el inicio de la crisis.

Gráfico 14 Tasas de acceso al mercado y de salida de las empresas en Japón

(en porcentaje del promedio del total de empresas; datos anuales)



Fuentes: Ministerio de Sanidad, Trabajo y Bienestar y Ministerio de Economía, Comercio e Industria.

Notas: Accesos y salidas de establecimientos empresariales, incluidas las aperturas y los cierres resultantes de la apertura, el cierre y el movimiento de sucursales y fábricas. La observación más reciente corresponde a 2008. La línea vertical marca el primer trimestre de 1991, el inicio de la crisis.

problemas (como los inmuebles comerciales) en la cifra total de préstamos se redujo o se mantuvo relativamente baja.

La zona del euro se enfrenta a desafíos estructurales similares. A diferencia de Estados Unidos, varios países de la zona del euro registraban elevados niveles de desempleo de larga duración incluso antes de la recesión y, por lo tanto, el reciente aumento del desempleo ha reforzado la necesidad de aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo. Esta circunstancia ha sido especialmente clara en los países que registraron fuertes incrementos del empleo en la construcción durante los períodos de auge inmobiliario. Estas economías se encuentran ahora con un elevado número de parados que antes trabajaban en ese sector, lo que supone un desafío en términos de políticas de activación y formación. Además, si bien hay evidencia de cambios en los patrones netos de migración dentro de la zona del euro desde la reciente recesión económica, las migraciones entre países dentro de la zona están menos extendidas que los movimientos de mano de obra entre

los estados de Estados Unidos y constituyen un cauce menos importante para aliviar problemas regionales específicos.

Por último, la reciente crisis ha puesto de relieve los desafíos a los que se enfrentan varios países de la zona del euro que perdieron competitividad durante los primeros diez años de existencia de la unión monetaria. Mientras que en el conjunto de la zona del euro los costes laborales unitarios crecieron un 1,5% en promedio entre 1999 y 2007, en países como Grecia, Portugal, España e Irlanda los incrementos fueron de casi el doble. Las pérdidas de competitividad reflejan las altas tasas de crecimiento nominal observadas en cada uno de esos países. No obstante, en algunos países reflejan también unos deficientes resultados en materia de productividad. El impacto acumulativo de esas persistentes diferencias fue una gradual erosión de la competitividad de esos países y, como se analiza en el recuadro 2, la acumulación de desequilibrios externos con abultados pasivos netos en la posición de inversión internacional. En una unión monetaria con una moneda única y una política monetaria única, el principal mecanismo de ajuste —en ausencia de un mayor grado de movilidad laboral o de transferencias fiscales entre países— es el canal de la competitividad. Para restaurar la competitividad, los salarios tendrán que crecer a un ritmo más lento que la productividad durante algún tiempo en algunos países. Si no se toman medidas rápidamente para alcanzar este objetivo, en particular reduciendo los costes laborales unitarios, los países se enfrentarán probablemente a un período prolongado de crecimiento más lento hasta que se corrijan los desequilibrios y se restablezca la competitividad.

5 POSIBLES DISTORSIONES A LARGO PLAZO EN LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Otra consecuencia de no corregir los desequilibrios durante períodos prolongados es el impacto en el sector financiero. La necesidad de ajustar los balances cuando el sector financiero u otros sectores tratan de corregir los excesos del pasado puede ser un obstáculo para la disponibilidad de

crédito y puede crear distorsiones en la intermediación financiera. En Japón, los efectos del estallido de la burbuja del mercado de valores se limitaron, básicamente, a un deterioro de la solidez del sistema bancario nacional⁵. En cambio, el predominio en Estados Unidos del modelo de «originar para distribuir» a través de las titulizaciones (que también era común en algunos países de la zona del euro) significó que los efectos del espectacular aumento de la morosidad y de los impagos de las hipotecas en Estados Unidos no se limitaron exclusivamente a las entidades de crédito estadounidenses, sino que se propagaron fuera del sector bancario y a escala mundial a través de las pérdidas de capital que sufrieron los inversores en bonos de titulización hipotecaria estadounidenses. Ello tuvo repercusiones en el sector financiero de la zona del euro y obligó a recapitalizar las entidades de crédito en la mayoría de los países de la zona.

El impacto de la crisis sobre la intermediación del crédito dependió, en parte, del papel que desempe-

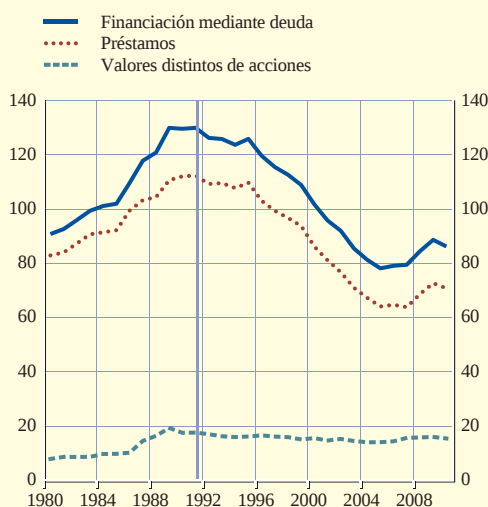
ñan los intermediarios financieros en los sistemas financieros de Japón, la zona del euro y Estados Unidos. En Estados Unidos, donde las empresas dependen en mayor medida de la financiación de mercado, el deterioro del mecanismo de selección en la asignación del crédito empresarial asociado a los problemas del sector bancario podría ser menos relevante (véanse gráficos 15 a 17). Esto es así porque las decisiones de préstamos de los mercados son menos susceptibles a la tolerancia regulatoria, que parece haber influido en las decisiones de los bancos japoneses (véase recuadro 1). De hecho, un aspecto diferenciador del ciclo de crédito en Estados Unidos y, en menor medida, en Europa ha sido la normalización más rápida de los mercados de activos en relación con los sistemas bancarios y un cambio de los bancos por los mercados de capital como fuente preferente de financiación empresarial⁶.

5 A diferencia de las entidades de crédito de Estados Unidos y de la zona del euro, los bancos japoneses mantienen normalmente posiciones mayores de capital en sociedades no bancarias.

6 Véase *Global Financial Stability Report*, FMI, septiembre de 2011.

Gráfico 15 Financiación mediante deuda de las sociedades no financieras en Japón

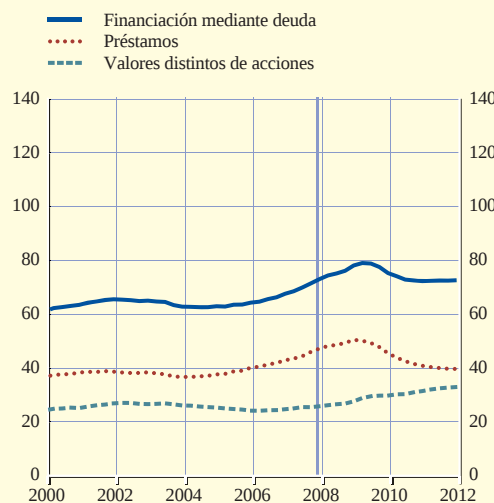
(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Banco de Japón y expertos del BCE.
Notas: La financiación mediante deuda corresponde a los instrumentos del mercado de créditos que aparecen en las cuentas financieras de Japón. La observación más reciente corresponde a 2010. La línea vertical marca el primer trimestre de 1991, el inicio de la crisis.

Gráfico 16 Financiación mediante deuda de las empresas no financieras en Estados Unidos

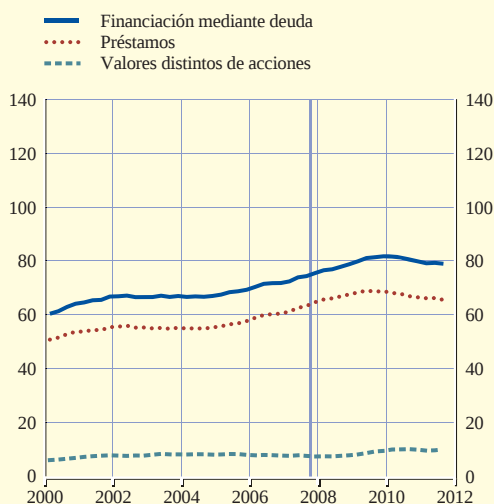
(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y expertos del BCE.
Notas: La financiación mediante deuda corresponde a los instrumentos del mercado de créditos que aparecen en los datos de las cuentas financieras de Estados Unidos. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011. La línea vertical marca el tercer trimestre de 2007, el inicio de la crisis.

Gráfico 17 Financiación mediante deuda de las sociedades no financieras en la zona del euro

(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y expertos del BCE.

Notas: La financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro se declara en cifras consolidadas excluyendo los préstamos entre empresas relacionadas de los datos originales no consolidados, e incluye las reservas de fondos de pensiones. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011. La línea vertical marca el tercer trimestre de 2007, el inicio de la crisis.

Si bien la financiación de mercado es un medio para aliviar las restricciones crediticias creadas por los problemas del sector bancario, las pequeñas y medianas empresas tienden a recurrir, casi exclusivamente, a la financiación bancaria⁷. Al respecto, las medidas de política adoptadas para resolver los problemas de las entidades de crédito son cruciales. Mientras que Japón sufrió las consecuencias del retraso en la adopción de esas medidas, los bancos de Estados Unidos y la zona del euro reconocieron las pérdidas y recapitalizaron en una etapa temprana con el respaldo de fondos públicos⁸ y, actualmente, las entidades de crédito de ambas economías operan con ratios de capital más elevadas que antes de la crisis. La mayor rapidez con que se adoptaron las medidas estuvo determinada, en parte, por la diferente naturaleza del problema. En la reciente crisis, las pérdidas tuvieron su origen principalmente en los productos titulizados, a los que se aplican normalmente valoraciones a precio de mercado. Ello facilitó el reconocimiento temprano de las pérdidas, a diferencia de Japón, en donde los problemas se centraron

fundamentalmente en los préstamos morosos que los bancos japoneses mantenían en su contabilidad.

No obstante, los sectores financieros de Estados Unidos y de la zona del euro tienen que hacer frente a desafíos específicos con potencial suficiente para restringir el crédito y la velocidad de la recuperación económica. En un contexto de inquietud de los mercados respecto a la solvencia de algunos Gobiernos de la zona del euro, las entidades de crédito de la zona han visto cuestionada recientemente la solidez de sus balances en relación con su riesgo soberano. Al exigirse a los bancos que eleven sus ratios de capital como protección frente a ese riesgo, se prevé que las entidades de crédito de toda Europa reduzcan sus balances en los próximos años, lo que podría afectar a la concesión de créditos a sectores productivos de la economía.

En Estados Unidos, un problema que podría presentar similitudes con los «préstamos zombies» de Japón es la lenta reestructuración y las distorsiones del mercado hipotecario, como consecuencia del predominio de agencias semipúblicas (GSE), que desplazan a los recursos privados debido a sus bajos costes de financiación. La retirada de los inversores privados del mercado y la reforma pendiente de la regulación, encaminada a endurecer las condiciones para las titulizaciones hipotecarias y a reducir el papel que desempeñan las agencias semipúblicas, probablemente limitarán el acceso de los hogares al crédito y elevarán el coste de las hipotecas en el futuro⁹.

7 Otra forma de reducir la dependencia de los bancos sería recurrir a los créditos comerciales y a los préstamos entre empresas relacionadas. Véase, por ejemplo, el artículo titulado «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas del euro: una perspectiva de los flujos de fondos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre 2011.

8 En el momento de mayor virulencia de la crisis, el Gobierno de Estados Unidos realizó inversiones en entidades de crédito, que representaban, aproximadamente, el 88 % de las sociedades *holding* bancarias estadounidenses por activos (245 mm de dólares desembolsados) en el marco del programa de asistencia denominado *Troubled Asset Relief Program* (TARP). En 2011, las cantidades que aún no se habían reembolsado al Tesoro representaban menos del 8 % de dichas sociedades por activos, y los contribuyentes recuperaron 256 mm de dólares, incluidos los intereses y otros ingresos (véase US Treasury, *Three Year Anniversary Report*, octubre de 2011).

9 En 2011, los mercados privados de bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales permanecieron, de hecho, cerrados y el 90 % de las hipotecas residenciales originadas en Estados Unidos se concedieron con el respaldo de las GSE y de la agencia con garantía pública *Federal Housing Administration* (véase FMI, *Article IV Consultation on the United States, Selected Issues*, capítulo 4, *IMF Country Report*, n.º 11/202, 2011).

6 MEDIDAS DE POLÍTICA PARA HACER FRENTE A LA CRISIS

En comparación con la experiencia de Japón en los años noventa, en Estados Unidos y en la zona del euro se adoptaron políticas monetarias y fiscales de mayor alcance y en fechas más tempranas para hacer frente a la desaceleración económica inicial. En lo que respecta a la política monetaria, los tipos de interés se mantuvieron en un nivel considerablemente más alto que en la zona del euro y en Estados Unidos tras el inicio de las correcciones en los mercados bursátiles y de los precios de los terrenos (véase gráfico 18). El Banco de Japón reaccionó más lentamente y, además, la política monetaria se complicó con un rápido proceso de desinflación, que dio paso a la deflación desde finales de la década de los noventa (véase recuadro 1). Por el contrario, los indicadores de las expectativas de inflación, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, se han mantenido firmemente

anclados en niveles próximos a los observados antes de la crisis, lo que significa que el actual contexto de bajos tipos de interés se tradujo en tipos de interés reales negativos (véase gráfico 19).

Una enseñanza que puede extraerse de la experiencia de Japón en los años ochenta es que, en situaciones en las que es necesario sanear los balances del sector privado, los sectores excesivamente endeudados pueden resultar insensibles a la relajación de la política monetaria, lo que se traduce en un mal funcionamiento del mecanismo de transmisión de los tipos de interés¹⁰. Esto es algo que adquiere relevancia en Estados Unidos, en donde la gran proporción de prestatarios cuya deuda hipotecaria es mayor que el valor de la propiedad ha dificultado la refinanciación de los préstamos a costes más bajos, a pesar de los mínimos históricos en que se encuentran los tipos hipotecarios. De la misma manera, la crisis de la deuda soberana en la zona del euro ha obstaculizado la repercusión de los tipos de interés oficiales más bajos al sector privado en algunos países de la zona, debido en parte a la fuerte correlación que existe entre el coste de la financiación de mercado para los deudores soberanos y las entidades de crédito. Esa evidencia indica que la política monetaria puede servir para tratar los síntomas y ganar tiempo, pero no puede sustituir a ajustes estructurales y a reformas de la regulación largamente pospuestos. Además, un período prolongado de políticas acomodaticias y exceso de liquidez puede ser fuente de ineficiencias, en la medida en que mantiene en funcionamiento empresas y entidades de crédito inviables, o puede distorsionar los incentivos y retrasar ajustes necesarios, como el saneamiento de las finanzas públicas.

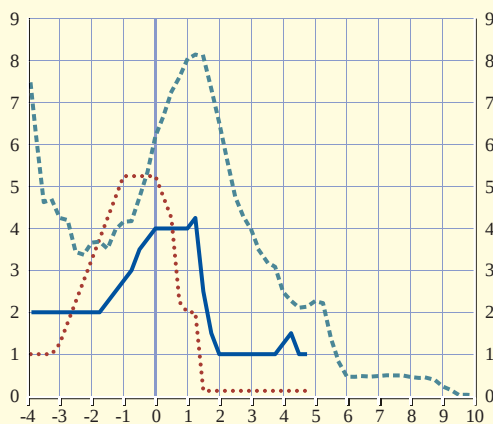
Por lo que respecta a las políticas fiscales, las crisis se asociaron a un rápido crecimiento de la deuda

Gráfico 18 Tipos de interés oficiales

(en porcentaje; datos trimestrales)

Eje de abscisas: años desde el máximo registrado por los índices bursátiles

— Zona del euro (II 2007)
 Estados Unidos (II 2007)
 - - - Japón (IV 1989)



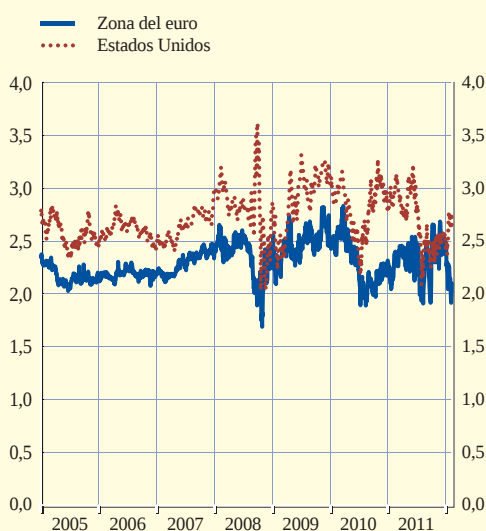
Fuentes: Reserva Federal, Banco de Japón y BCE.

Notas: Los tipos de interés oficiales corresponden al tipo de las operaciones principales de refinanciación en el caso de la zona del euro, al tipo objetivo para los fondos federales en Estados Unidos y al tipo de interés a un día sin garantía de Tokio en el caso de Japón. El máximo se indica entre paréntesis. La observación más reciente para Estados Unidos y la zona del euro corresponde al primer trimestre de 2012.

10 A diferencia de anteriores recesiones cíclicas en Japón, la reducción del tipo de interés oficial a comienzos de la década de los noventa no logró impedir una acusada caída de la inversión, ya que las empresas necesitaban sanear los balances y no podían o no estaban dispuestas a asumir nuevas deudas en un contexto de reducción del valor de las garantías. Véase, por ejemplo, K. G. Nishimura, «This Time May Truly Be Different: Balance Sheet Adjustment under Population Ageing», discurso pronunciado en la Reunión Anual de 2011 de la American Economic Association en Denver, 7 de enero de 2011.

Gráfico 19 Tasas de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años

(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al 6 de abril de 2012 para Estados Unidos y al 10 de abril para la zona del euro.

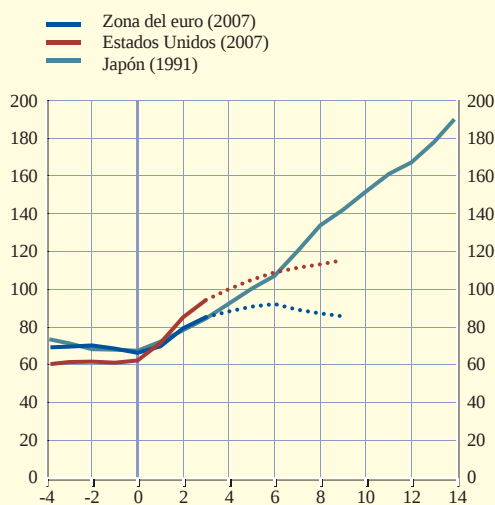
pública, de diferente magnitud según se trate de Japón, Estados Unidos, la zona del euro y sus Estados miembros (véanse recuadro 2 y gráficos 20 y 21). El aumento de las ratios de deuda con respecto al PIB tuvo su origen, entre otros factores, en el acusado deterioro del crecimiento económico, la considerable magnitud de los estímulos fiscales y el respaldo al sector bancario, en la medida en que las recesiones de balance se transmitieron a unas instituciones financieras excesivamente apalancadas.

Si bien Japón, Estados Unidos y muchos países de la zona del euro respondieron a sus respectivas recesiones económicas con grandes expansiones fiscales, la crisis de la deuda soberana ha presionado en particular a los países de la zona del euro para poner en marcha planes integrales de consolidación fiscal. Ni Japón en los años noventa, ni Estados Unidos en la reciente crisis han tenido que hacer frente a la intensa presión de los mercados para ajustar sus elevados niveles de deuda

Gráfico 20 Ratios de deuda bruta con respecto al PIB

(porcentajes; datos anuales)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis

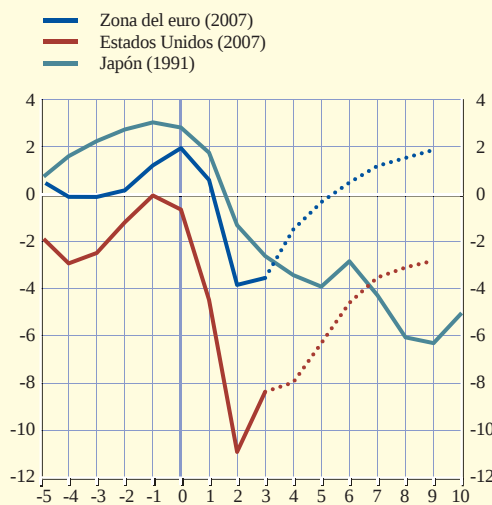


Fuente: FMI: Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2011.
Notas: Para Estados Unidos y la zona del euro, los datos observados abarcan hasta 2010, y las proyecciones, desde 2011 hasta 2016. Los años entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis.

Gráfico 21 Saldo primario de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB; datos anuales)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis



Fuente: FMI: Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2011.
Notas: Para Estados Unidos y la zona del euro, los datos observados abarcan hasta 2010, y las proyecciones desde 2011 hasta 2016. Los años entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis.

pública¹¹. Por consiguiente, hasta ahora el ajuste fiscal se ha realizado antes y ha sido más completo en la zona del euro. Además, la necesidad de recuperar la confianza de los mercados financieros en la sostenibilidad de las finanzas públicas ha obligado a realizar reformas en profundidad del marco fiscal de la UE, lo que ha reforzado la disciplina fiscal.

7 CONCLUSIONES

En el presente artículo se describen varias diferencias, tanto en las causas como en las medidas de política adoptadas para hacer frente al problema, entre la «década perdida» de Japón y la reciente crisis en Estados Unidos y la zona del euro. Es bastante improbable que estas dos economías recorran precisamente la misma senda que siguió Japón. Al mismo tiempo, la experiencia de Japón subraya las dificultades a las que se enfrentan las economías que salen de una recesión de balance y corrigen grandes desequilibrios, y demuestra que tanto Estados Unidos como la zona del euro tienen ante sí importantes desafíos para restablecer las perspectivas de crecimiento y lograr una recuperación sostenible y duradera. Así pues, la recuperación en ambas economías será probablemente lenta y estará sujeta a incertidumbre, en consonancia con los episodios anteriores que han seguido a las crisis financieras.

La experiencia de Japón indica también que las mejoras transitorias pueden no ser autosostenidas si no se corrigen suficientemente las causas en las que la crisis hunde sus raíces. Una enseñanza que puede extraerse es que el saneamiento del sistema financiero es un requisito previo para lograr una recuperación duradera, ya que las disfunciones del sector financiero pueden ser un obstáculo para el crecimiento de la productividad en la medida en

que frenan la inversión, las «fuerzas de destrucción creativa» y, en última instancia, la innovación. En Japón, no se afianzó una recuperación más sostenida hasta que no se adoptó una estrategia integral para sanear el sistema financiero (2001-2003)¹². Incluso con las medidas de política adecuadas, el saneamiento de los balances tarda en materializarse y puede dar lugar a una reducción de la flexibilidad y a pérdidas de capital si la infrautilización de los recursos y el subempleo se mantienen durante un período prolongado. La experiencia de Japón subraya, asimismo, la importancia de eliminar los obstáculos que frenan el crecimiento adoptando reformas estructurales. En ausencia de esas reformas, los problemas derivados de las deficiencias estructurales reaparecerán con toda seguridad y la recuperación será lenta, frágil y propensa a revertirse. Aunque de naturaleza singular en sus causas y sin que hasta ahora se conozcan plenamente cuáles serán sus consecuencias, la crisis de la deuda soberana de la zona del euro ha puesto en primer plano las deficiencias estructurales y las carencias de los mecanismos institucionales. La consciencia cada vez mayor de la necesidad de reformas en Europa, así como las medidas concretas adoptadas para sanear las finanzas públicas, un sistema bancario mejor capitalizado, el fortalecimiento de la gobernanza de la zona del euro y el restablecimiento de la competitividad de los países, constituyen pasos muy acertados en esta dirección.

11 Esa falta de presión de los mercados refleja, en el caso de Japón, el efecto del sesgo nacional, dado que las tenencias de deuda interior representan casi el 95 % de la deuda. A Estados Unidos le ha beneficiado la existencia de una base de inversores relativamente estable en una situación de fuerte demanda de los inversores institucionales y de las entidades oficiales extranjeras. Las importantes compras de deuda realizadas por los bancos centrales en el marco de la relajación cuantitativa de la política monetaria también han permitido que parte de la deuda pública viva haya quedado excluida de la presión de los mercados. Véase FMI, *Fiscal Monitor*, octubre de 2011.

12 Véase M. Syed, K. Kang y K. Tokuda, «Lost Decade in Translation: What Japan's Crisis could Portend about Recovery from the Great Recession», *IMF Working Papers*, WP/09/282, 2009.