

## «El papel del sistema financiero en la crisis de la economía estadounidense»

Uno de los elementos determinantes en la diferenciación de la crisis estadounidense sobre la japonesa es la mayor solvencia de su sistema financiero en su concepción más amplia. La mejor selección de riesgo crediticio por parte del sector bancario norteamericano y su orientación hacia los segmentos menos castigados por la recesión, han permitido una transmisión adecuada de las medidas expansivas de política monetaria. Pero no menos eficaz ha sido el papel desempeñado por los mercados financieros, con un protagonismo creciente en la canalización de financiación a los grandes prestatarios. El racionamiento del crédito que impusieron los inversores mayoristas obligaron a los emisores a llevar a cabo políticas de saneamiento que han demostrado ser más eficaces y menos discrecionales que las restricciones impuestas por la banca en otros episodios de crisis o en otras economías con una interdependencia entre la banca y la industria más estrecha. Por el momento, los ratios de solvencia y rentabilidad de la banca norteamericana superan a los de la banca europea y japonesa. No obstante, esta valoración no está exenta de riesgos, sobre todo si se generaliza la deflación a otros activos, en especial, al mercado inmobiliario

*AEBetako krisia Japoniakoa bezalakoa ez izateko arrazoi garrantzitsu bat bere finantza sistema, ikus-kerazabalenean, kaudimen handiagokoa izatean datza. AEBetako banku arloak hobeto aukeratzen du kreditu arriskua eta atzeraldiak gutxien kaltetutako segmentuetara bideratuta dago. Horrek guztiak bide eman du politika monetarioko neurri hedakorrek egoki transmititzeko. Baina finantza merkatuek jokatu duten papera ere eraginkortasun berekoa izan da, mailegu hartzaile handientzako finantzazioa bideratzeko prozesuan gero eta protagonismo handiagoa hartuz. Inbertsiogile nagusiek ezarritako kreditu mugaketak jaulkitzaileak behartu zituen saneamendu politikak bideratzera. Politika horiek bestelako krisialdian edo industriarekin elkarren mendekotasun handiagoa duten bestelako ekonomietan bankak ezarritako murrizketak baino eraginkoragoak eta ez hain eskumenekoak izan direla frogatu dute. Oraingoz, AEBetako bankaren kaudimen eta errentagarritasun ratioek nabarmen gaintitzen dituzte Europakoak eta, jakina, Japoniako bankarena. Hala eta guztiz ere, iritzi hori ez dago arriskuetatik salbu, bereziki deflazioa bestelako aktiboetara, batez ere higiezin merkatara, pasatzen bada.*

One of the determining elements in the difference between the American and the Japanese crises is the greater solvency of the US financial system in its wider conception. The better credit risk selection by the American banking sector and its orientation towards segments less punished by recession, have allowed for an adequate transmission of expansive monetary policy measures. Not less effective was also the role played by the financial markets, with a growing role of the channelling of finance to large borrowers. The rationing of credit imposed by wholesale investors compelled the issuers to carry out a policy of reparation that turned out to be more effective and less discretionary than the restrictions imposed by banking in other crisis episodes or in other economies with a closer interdependence between banking and industry. For the moment, the solvency and profitability ratios in American banking are higher than those in European and Japanese banking. Nevertheless, such an evaluation is not without its risks, above all if deflation becomes generalised in other assets, especially in the real-estate market.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. El papel de los mercados
  3. El papel del sector bancario
  4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Sistema financiero, política monetaria, crisis, deflación, EEUU.  
Clasificación JEL: E32, E52, G21

### 1. INTRODUCCIÓN

No son pocos los economistas que subrayan las particularidades del ciclo económico que está caracterizando los comienzos del siglo XXI. Siempre es problemático atribuir un estado de ánimo a la coyuntura económica, pero en especial, en la última década, este ejercicio ha sido más arriesgado. Después de un período expansivo sin precedentes (sobre todo en las economías anglosajonas) para el que se generalizaron las referencias a una «nueva economía» por las elevadas tasas de productividad alcanzadas, la fase recesiva del ciclo tampoco se amolda a los cánones tradicionales de ciclos pasados.

Ni recesión ni expansión definen adecuadamente la actual situación económica

(DeLong, 2003), o, al menos, no con la misma precisión que en la segunda mitad del pasado siglo. Deflación, racionamiento de crédito, suspensión de pagos, déficit público o saneamiento financiero, han sido términos frecuentes en el análisis y valoración del entorno actual y no dejan lugar a la duda sobre la posición de la economía estadounidense en una etapa de contracción cíclica.

Uno de los institutos con mayor predicamento en el análisis de los ciclos, National Bureau of Economic Research (NBER), situaba a la economía en una fase recesiva desde marzo de 2001, y no ha sido hasta mediados de julio de este año cuando ha podido identificar una recuperación que se iniciara a comienzos de 2002. No obstante, esta fase de recuperación está resultando tan tenue que aún se continúa destruyendo empleo (más de dos millones de empleos netos

---

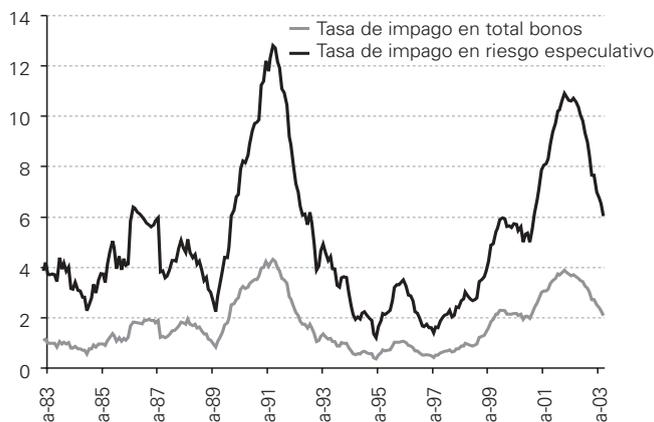
\* Socios de Analistas Financieros Internacionales

en dos años) y la tasa de paro ha repuntado algo dos puntos y medio sobre la población activa, hasta máximos del 6,4%. La revisión a la baja en las expectativas de crecimiento ha incidido de forma más acusada en el derrumbe de la inversión, habiendo llegado a caer cerca de un 16% mediada la actual fase de estancamiento económico. Las bancarrotas de los últimos dos ejercicios han pasado a liderar el listado de mayores fallidos de la historia, y las primas de riesgo han repuntado hacia referencias sólo comparables con las peores recesiones del pasado. Las consecuencias de la crisis también se han dejado sentir en el sector público al dispararse el déficit con claridad por encima del 3% del PIB, invirtiendo de signo esta magnitud en apenas dos años. Por lo tanto, y aunque la economía siga manteniendo ritmos de crecimiento de la actividad positivos, son varios los signos

que nos recuerdan las numerosas evidencias de un ajuste económico, en el que se continúan depurando los excesos de la burbuja acumulada en la segunda mitad de los noventa.

Sin embargo, no debe olvidarse que desde que comenzó a fraguarse la salida de la crisis a finales de 2001 (o al menos de los episodios más intensos de la misma, tras tres trimestres consecutivos con crecimientos negativos), la economía ha crecido alrededor de un 3% en términos anuales. Salvo en el período de ajuste inicial, con avances menos nítidos, cifras de un 2% de crecimiento en la economía mundial son impropias de períodos de recesión o deflacionistas. La causa fundamental de este elemento característico de este ciclo hay que buscarla en la fuerte resistencia del consumo y en la actitud de las economías domésticas. A pesar de

Gráfico n.º 1: **Evolución tasas de default en el sector corporativo estadounidense**



Fuente: Moody's.

la significativa destrucción de empleo que han propiciado los ajustes empresariales (de hecho, está siendo equivalente a cualquier otra recesión), esta presión sobre el mercado laboral aún no ha derivado en un enfriamiento drástico de la demanda. Prácticamente, en el último trienio de contribución negativa del resto de componentes, la demanda de las economías domésticas, tanto de bienes de consumo como en vivienda residencial, ha servido de único pulmón, impidiendo mayores retrocesos en la actividad productiva.

El compromiso de las políticas económicas con la reactivación ha permitido inyectar renta disponible suficiente para mantener tasas de crecimiento del consumo muy por encima de la inflación. Desde el ámbito presupuestario, con dos paquetes de reducción impositiva que totalizan entre ambos entre un 4% y un 5% del PIB; y desde el ámbito monetario, con la reducción de los tipos de interés oficiales y reales hasta mínimos históricos.

Se pretende, en definitiva, evitar el colapso de las finanzas familiares aprendiendo de las lecciones que en Japón ha impartido una coyuntura deflacionista. Si a la de los tres últimos años de paralización en las decisiones de inversión en las empresas se hubiera añadido una postergación de las decisiones de consumo, la recesión habría dejado saldos mucho más traumáticos. También las empresas han modificado su forma de afrontar la caída de las ventas. Su capacidad de adecuación a menores niveles de confianza de los consumidores en el ciclo ha introducido campañas muy intensivas en descuentos para reducir los niveles de inventarios y los costes aso-

ciados, incentivando el consumo y manteniendo ritmos de producción bajos, pero muy por encima de episodios recesivos comparables.

No es sólo el signo expansivo de las políticas aplicadas la única razón de esta menor traslación a la demanda de la crisis de oferta, que con tanta intensidad se ha mostrado en estos inicios de la década. Sin duda, el elemento diferenciador respecto a otras crisis contemporáneas u otras fases recesivas anteriores es la salud del sistema financiero. A pesar de los elevados niveles de endeudamiento de las economías domésticas sobre renta disponible (que no sobre activos), la atracción que propician tipos tan reducidos de financiación y el colchón de una baja morosidad, permiten al sistema bancario seguir conservando balances equilibrados. Por diversas razones que se analizarán más detenidamente el negocio de la banca minorista no se ha resentido de este deterioro de la solvencia crediticia entre los grandes prestatarios, de modo que la actividad crediticia ha seguido actuando como un elemento dinamizador.

En primer lugar, porque los bancos han sido más selectivos en la concesión de crédito, concentrándose en sectores con perspectivas claras de mejoría cíclica. La cada vez mayor sincronización del sistema financiero a las condiciones del ciclo ha propiciado que no se hayan acumulado desajustes crediticios excesivos, evitando la discrecionalidad en la concesión de nuevas operaciones de financiación cuando la solvencia se ha visto dañada. Y en segundo lugar, porque el marcado proceso de desintermediación ha permitido diversificar los efectos de las bancarrotas y los préstamos fallidos hacia los

agentes económicos no financieros (y no sólo hacia el sistema bancario), en gran medida, a través de los inversores institucionales. El ingente patrimonio gestionado en fondos de inversión y fondos de pensiones, ha propiciado incluso un cambio en la estrategia de crecimiento de la banca estadounidense, que se ha visto obligada a dirigirse a los consumidores y a las pequeñas empresas.

En consecuencia, así como el perjuicio en el sector bancario ha sido menor, los inversores han resultado afectados de forma más directa que en ocasiones anteriores. No obstante, la adecuación del mercado a condiciones menos favorables ha sido inmediata y más drástica que en la banca, restringiendo el acceso cuando el mercado ha percibido un elevado incumplimiento en las obligaciones de pago, y relajando las primas de riesgo cuando la oferta se adecua a la demanda.

El rigor al que somete el mercado a los prestatarios con una solvencia cuestionada termina excluyendo y discriminando a sectores y entidades incluso por exceso. El ánimo, en ocasiones, de retrasar fallidos o su reflejo en los balances, alimentando con nueva financiación a empresas de difícil continuidad, ha sido un problema recurrente en algunas de las crisis más recientes, sobre todo en Asia, que han terminado derivando en una restricción del crédito (*credit crunch*), de consecuencias traumáticas sobre el ciclo económico.

Aunque el diagnóstico de la economía estadounidense muestra algunas similitudes preocupantes con cuadros deflacionistas contemporáneos como el japonés, también presenta síntomas de encontrarse en mejor disposición para poder abandonar la crisis, en gran medida por la me-

yor salud de su sistema financiero, tanto por los mercados como por el sistema bancario.

El objetivo de este artículo es precisamente valorar el comportamiento del sistema financiero en la crisis, como claro elemento diferenciador respecto a otras crisis contemporáneas. El primer epígrafe se centra en el papel protagonista de los mercados financieros, siendo uno de los factores que alimentaron la burbuja y el principal catalizador de la deflación de activos posterior. El segundo se detiene en el análisis del sistema bancario, cuya rentabilidad apenas se ha visto alterada por el ajuste económico, como consecuencia, no sólo de las transformaciones a las que ha obligado la expansión de los mercados, sino también de una estrategia más conservadora que en crisis anteriores.

## 2. EL PAPEL DE LOS MERCADOS

El papel de los mercados es cada vez más relevante, y su efecto se está dejando sentir incluso en la propia eficacia de las políticas económicas que se han llevado a cabo en los últimos años. Es evidente que la capacidad de transmisión de la política fiscal y de la monetaria al conjunto de la economía se ha ido modificando, y ha sido la expansión de los mercados financieros uno de los factores determinantes en este proceso. La progresiva desregulación del sistema bancario, la mayor transparencia de la política monetaria aplicada por la Reserva Federal, el incremento de la competencia con nuevos agentes domésticos y extranjeros, la mayor expansión de los mercados de capitales y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, han alterado la sensibilidad

de la economía a las variaciones de los tipos de interés (Sellon, 2003), hasta el punto que el propio Milton Friedman ha llegado a reconocer en una entrevista reciente las limitaciones de la teoría monetarista (London, 2003).

Algunas de las transformaciones más recientes en el sistema financiero están propiciando una mayor indiciación de los agregados macroeconómicos a los tipos de interés. Una prueba de ello es la tendencia a vincular los préstamos a tipos variables que recojan las condiciones de mercado (*prime rate*) y el estado de las expectativas, reduciendo con ello el retraso entre las decisiones de la Reserva Federal y su traslación a los agentes económicos. Incluso, es habitual que los tipos de mercado se anticipen en gran medida a los movimientos efectivos de los tipos de interés oficiales, como consecuencia de la mayor transparencia de la política monetaria. De hecho, desde 1994 la FED anuncia sus decisiones sin necesidad de esperar las seis semanas que separan cada reunión del máximo organismo decisor de la política monetaria estadounidense (FOMC).

No obstante, parece razonable sostener el argumento de que la resistencia de la demanda (sobre todo del consumo) a verse arrastrada a la baja por un entorno mucho más adverso para los agentes económicos que el existente en la segunda década de los noventa, en gran medida se debe a la ostensible relajación de las condiciones monetarias, hasta niveles sin precedentes que puedan ser comparables. Cuando el sistema financiero se encuentra saneado, la capacidad de transmisión de esta relajación de las condiciones es plena, pero en caso contrario se convierte en un claro elemento ralenti-

zador de la recuperación. Se trata, por lo tanto, de analizar la salud del mercado y su repercusión en la capacidad de proveer financiación a los agentes económicos.

## 2.1. El papel dinamizador de los mercados

Hasta el año 2000, las favorables condiciones de crecimiento que encontraron las empresas durante buena parte de los noventa y las elevadas tasas de productividad permitieron contar con la complicidad de los mercados financieros. La trayectoria tan positiva de las bolsas de valores y el efecto dinamizador que el equilibrio de las cuentas públicas ocasionó, facilitaron el acceso a la financiación de las empresas, contribuyendo a mantener buenos resultados en los precios de los activos financieros.

La consecuente atracción del ahorro funcionó como elemento catalizador en el proceso de cambio en la composición de las carteras de los inversores, aumentando la participación en valores y reduciéndose el peso de los depósitos bancarios tradicionales. En gran medida este comportamiento se debe al papel de los inversores institucionales, sobre todo a través de fondos de inversión y fondos de pensiones. En el primer caso, representan una capitalización equivalente al 70% del PIB estadounidense, pero son los segundos los que mayores recursos canalizan, sumando un 180% sobre el PIB, muy lejos de lo que representan en cualquier otra economía o sistema financiero.

Este proceso de desbancarización ha ido otorgando una mayor relevancia a los mercados, que se han convertido en el mejor barómetro sobre el estado de la

economía y una de las variables fundamentales para las políticas estadounidenses. Así lo interpretó, por ejemplo, Greenspan en su controvertida decisión de bajar los tipos de interés en 1998, cuando el PIB crecía a ritmos del 4% anual, por el riesgo sistémico que podría haber ocasionado la quiebra de un fondo de inversión especulativo de grandes proporciones<sup>1</sup>.

### 2.1.1. *La transformación del sistema financiero*

Esta caracterización del sistema financiero norteamericano ha estado alimentada de forma permanente por la incorporación constante de nuevos prestatarios a las operaciones de financiación, ampliando el universo de prestatarios en las carteras, en detrimento de los emisores tradicionales, fundamentalmente gobiernos. Con la excepción de los inversores japoneses, donde la deflación de activos y las rigideces de su sistema financiero ha impedido un avance más claro en la desintermediación, son los mercados anglosajones y los europeos los paradigmas de esta evolución. En los mercados europeos incluso el vuelco en el perfil de los inversores ha sido mucho más espectacular a favor de los valores y de los instrumentos de seguro, pero realmente es en Estados Unidos donde este proceso se encuentra en una fase mucho más avanzada,

En concreto, el estereotipo del inversor estadounidense otorga tradicionalmente prioridad a un horizonte temporal más dilatado que le permite asumir un mayor riesgo e infraponderar activos que ofrecen mayor seguridad y menor rendimiento (los depósitos representan apenas un 10%, frente al 80% que se concentra entre renta variable e instrumentos de seguro). No obstante, de forma indirecta, los fondos de inversión y las compañías de seguros detentan entre dos tercios y tres cuartas partes del total de la deuda pública que emite el Tesoro.

Las diferencias resultan más notables al analizar el flujo de dinero hacia los mercados de capitales, bien hacia los mercados de bonos, bien hacia los mercados de renta variable. La aceptación de riesgos privados entre los inversores domésticos permite el acceso a la financiación necesaria para acometer nuevos proyectos de inversión y llevar a cabo políticas de crecimiento en el sector privado sin necesidad de acudir a los recursos bancarios. Si nos limitamos a los mercados de renta fija, el saldo nominal vivo de deuda en Estados Unidos alcanza proporciones cercanas al 150% sobre el PIB, siendo un mercado dominado por las entidades privadas, que mantienen un equivalente superior al 110% sobre el PIB, cifra tres veces superior al volumen emitido por las administraciones públicas. La dimensión del mercado de bonos es igualmente destacada en las otras dos áreas económicas representativas, pero a diferencia del sistema financiero estadounidense, el sector público es el responsable de casi todo el papel que se lanza al mercado primario japonés, mientras que en Europa se lo reparten a partes iguales el sector público y el privado.

---

<sup>1</sup> En otoño de 1998 la Reserva Federal debió coordinar un préstamo sindicado al *hedge fund Long Term Capital Management* que ascendía a 3.650 millones de dólares para evitar su quiebra. Con objeto de neutralizar el riesgo sistemático derivado del incumplimiento de sus obligaciones de pago, la Reserva Federal relajó las condiciones crediticias con una bajada de 0,75 puntos porcentuales a pesar de que la economía estadounidense se encontraba en una fase expansiva sin precedentes.

Cuadro n.º 1: **Saldos vivos de los valores distintos de acciones denominados en moneda nacional emitidos por residentes en la Zona Euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2000 (en porcentaje del PIB)<sup>1)</sup>**

	Total	Emitido por instituciones financieras	Emitido por sociedades no financieras	Emitido por Admin. Públicas
Zona del euro	100,7	41,5	5,9	53,3
Estados Unidos	146,9	85,7	24,6	38,7
Japón	126,5	16,1	16,0	96,0

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores

- 1) Los valores con garantía del Estado, como los emitidos por las sociedades patrocinadas por el Estado o por los fondos de utilización hipotecaria de carácter federal, que ascendían al 43,6% del PIB a finales del año 2000, se clasifican como emitidas por instituciones financieras.

La menor predisposición del público a inmovilizar su ahorro en cuentas bancarias y las mayores restricciones que encuentran los bancos en los mercados interbancarios obliga también a las entidades financieras a apelar directamente a los mercados de capitales. Se ve limitada, en definitiva, la operativa interbancaria que ha ido cediendo terreno a los mercados de valores y, por consiguiente, también amortiguando el riesgo sistémico que introduce

la quiebra de cualquier entidad sobre la estabilidad en el resto del sector. Al adquirir más tamaño los mercados de capitales, se favorece la dinámica empresarial, tanto en el nacimiento de nuevas empresas como en los frecuentes movimientos empresariales (fusiones y adquisiciones), que han ido derivando en un mayor apalancamiento a través de operaciones de deuda y titulaciones de activos cada vez más voluminosas.

Cuadro n.º 2: **Depósitos y préstamos bancarios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2000 (en porcentaje del PIB)**

	Depósitos bancarios	Préstamos bancarios	Préstamos bancarios a sociedades no financieras
Zona del euro	79,1	107,7	41,8
Estados Unidos	37,6	50,8	38,2
Japón	110,7	103,8	72,8

Fuente: BCE, Reserva Federal y Banco de Japón.

**Cuadro n.º 3: Capitalización bursátil en la zona del euro, Estados Unidos y Japón (a fin de año y en porcentaje del PIB)**

	1990	1995	1998	1999	2000
Zona del euro	21	29	61	90	93
Estados Unidos	54	94	145	180	153
Japón	87	72	56	91	68

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores.

Tan espectacular como el crecimiento de los mercados de bonos ha sido el avance de los mercados de valores. La incorporación de más compañías a las bolsas de valores ha atraído un flujo creciente de dinero a los mercados, evitando un recurso excesivo a la alternativa bancaria. Pero sobre todo este desplazamiento progresivo del ahorro ha determinado un crecimiento muy significativo en las cotizaciones. De hecho, a pesar de que la economía creció en términos acumulados nominales casi un 70% en la década de los noventa, la capitalización bursátil sobre el PIB se triplicó, cuando el

número de empresas apenas había aumentado un 15%.

Por número de empresas que cotizan en mercados organizados de valores, la tendencia ha sido más sorprendente en las plazas europeas, que se han aproximado al modelo estadounidense. Mientras en el Área Euro esta cifra supera las 6.100 empresas, en los mercados estadounidenses cotizan algo más de 7.600 sociedades. Pero con apenas un 25% más de empresas que han accedido a los mercados bursátiles en las bolsas estadounidenses, su capitalización duplica en valor al montante

**Cuadro n.º 4: Número de sociedades nacionales y extranjeras cotizadas en los mercados bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón (a fin de año)**

	1990	1995	1998	1999	2000
Zona del euro	4.276	3.756	4.775	5.453	6.112
Estados Unidos	6.765	7.369	7.750	7.429	7.657
Japón	1.752	1.865	1.890	1.935	2.096

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores.

Gráfico n.º 2: **Evolución del PER EE.UU.**

Fuente: Datastream.

total de todas las entidades de los doce países del Área Euro.

## 2.2. **Virus y antídoto: los mercados impulsan la burbuja y a su vez amortiguan el pinchazo**

Todo ello redonda en la relevancia de los mercados financieros y su papel, tanto en la generación de la burbuja bursátil como en su pinchazo. Los ambiciosos proyectos de inversión en los que se implicaron las empresas de los sectores más cíclicos en la fase expansiva sólo fueron posibles por la profundidad de los mercados, aunque, sin lugar a dudas, también contribuyó a ello la formación de unas expectativas de beneficio que se alejaban de cualquier precedente.

El abaratamiento de la financiación tan espectacular que propició la inflación de

activos en el último tercio de los noventa atrajo gran parte de las operaciones a los mercados de renta variable, sobre todo a los sectores que más necesidades de financiación requerían. Como consecuencia de ello, en apenas cinco años la ratio entre las cotizaciones de las compañías del *Standard and Poor's 500* y los beneficios generados se duplicó<sup>2</sup>.

Si bien es cierto que las ganancias situaron los multiplicadores en niveles que resultaban imposibles de justificar con los fundamentos existentes, la bonanza económica provocó tanto un incremento significativo de las expectativas de crecimiento como una disminución de la prima

<sup>2</sup> En 1999 la bolsa estadounidense cotizaba 33 veces por encima de los beneficios que las empresas generaban y la europea 27 veces, frente a medias históricas en el entorno de 16 y 13 veces respectivamente. En enero de 2003 ese cociente se reducía a 22 en el primer caso y 12 en el segundo.

de riesgo exigida a los mercados de acciones. En este último caso, frente a medias históricas en el entorno del 4%, en 1999 y principios de 2000, los mercados llegaron a descontar primas de riesgo muy inferiores, lo que sería únicamente justificable si efectivamente se hubiese producido una disminución estructural de la aversión al riesgo de los agentes económicos. De hecho, en línea con Campbell y Cochrane (1999), si asumimos que los inversores son menos adversos al riesgo cuando el crecimiento económico es mayor, debido a que su bienestar está determinado por su consumo relativo (con respecto a niveles anteriores más que por su nivel absoluto), la prima de riesgo exigida a los mercados de acciones frente al tipo de interés libre de riesgo disminuye, con el consiguiente efecto sobre los precios.

Pero no fue únicamente el posible cambio de actitud de los inversores lo que pudo justificar las apreciaciones bursátiles. La entrada de compañías sin beneficios pero con elevadas expectativas en los principales índices bursátiles modificó las convenciones utilizadas hasta la fecha en los modelos de valoración de acciones. A la inexistencia de precedentes a la hora de valorar empresas dedicadas a nuevas tecnologías (cuya gran mayoría no obtenía beneficios), se unieron los desincentivos por parte de analistas y directivos a hacer estas valoraciones más realistas. La estructura de fuerte interrelación entre los diferentes agentes del sector comenzó a mostrar ciertos elementos de debilidad, dándose la paradoja de que las previsiones del mercado dirigían las estrategias empresariales en lugar de la relación contraria, en un escenario en el que nadie quería defraudar. Como argumentan Fuller y Jensen (2002), las estimaciones realiza-

das por los analistas, condicionadas por el optimismo generalizado del mercado, presionaron en cierta medida a los dirigentes de las compañías, que intentaron cumplir las previsiones, en un comportamiento irracional pero que, en aquellos momentos, introducía ventajas tanto para los empresarios como para los analistas.

Para los primeros, porque obtenían importantes incentivos (vía opciones sobre acciones) si se mantenían las cotizaciones en niveles elevados. De hecho, a pesar de las bondades que la remuneración variable vía opciones sobre acciones genera (fundamentalmente a través de la generación de incentivos al equipo directivo), ésta puede también llegar a tener efectos perversos. La búsqueda de incrementos en el precio de las acciones como fin último provocó la adopción de medidas que en algunos casos se situaron incluso al margen de la legalidad, dando lugar a importantes fraudes contables.

Incluso dentro de las prácticas empresariales se produjo un cambio relevante en lo que afecta a la política de dividendos. Bajo la denominada «creación de valor» para el accionista, se adoptaron políticas encaminadas a disminuir el dividendo pagado, reinvertiendo el beneficio en proyectos de inversión cuya rentabilidad esperada en aquel momento era significativamente mayor. De una rentabilidad por dividendo media del 3,5% en las últimas décadas en el mercado estadounidense, en la última parte de la década de los noventa ésta apenas alcanzaba el 1%. Si bien es cierto que el importante incremento de las cotizaciones disminuía por sí sólo el ratio, también el *payout* realizado por las empresas disminuyó de forma significativa. En el segundo caso, el propio «prestigio» de los analistas y el

riesgo a ir en contra de la tendencia del mercado, provocaba un efecto perverso en sus recomendaciones. En definitiva, todos estos elementos potenciaron el mantenimiento de tasas de crecimiento de los beneficios en niveles irrealistas. Precisamente las dudosas prácticas contables llevadas a cabo por las empresas introdujeron cierta incertidumbre acerca de la validez de los beneficios utilizados, surgiendo diferentes modelos alternativos que trataban de eliminar dichos efectos. Según Bernstein (2002), entre 1989 y 2000 los beneficios económicos crecieron un 39%, mientras que los beneficios operativos (los utilizados comúnmente por el consenso del mercado) lo hicieron en un 84%<sup>3</sup>.

A las desorbitadas tasas de crecimiento descontadas (y estimadas) por el mercado, se unían los esfuerzos de inversión que habían llevado a cabo la mayor parte de las empresas y que situaron sus ratios de apalancamiento en niveles elevados. Las favorables perspectivas de crecimiento provocaron un incremento de la inversión, que superó de forma notable la propia generación de recursos internos, aumentando la dependencia del sector empresarial de la financiación externa, mediante emisión de acciones o con un mayor endeudamiento. Como en la época expansiva del ciclo mejoraron las estructuras de balance y se redujeron los costes financieros, las apreciaciones bursátiles de finales de los noventa crearon un entorno propicio para que las empresas se endeudasen e invirtiesen a tasas significativamente más elevadas que la demanda existente. De esta

forma, el denominado «gap de financiación» que recoge el porcentaje de inversión que es financiado con fondos externos aumentó de forma significativa, lo que en cualquier caso resulta habitual en momentos de expansión económica.

Sin embargo, las decisiones de financiación externa no fueron homogéneas. Mientras que las grandes empresas aumentaron de forma significativa sus ratios de endeudamiento, las pequeñas y medianas empresas optaron en un elevado porcentaje por financiarse en mercados de acciones. De hecho, la ratio «deuda sobre activos» para el conjunto del sector apenas ha variado en la última década, y la ratio de cobertura de intereses se fue equilibrando, como consecuencia de un entorno de tipos de interés reducidos y de flujos de caja elevados.

Los desequilibrios, en definitiva, se concentraron en las grandes empresas y entre ellas, en el «sector TMT» (Telecomunicaciones, Media y Tecnología), y quedaron al descubierto cuando las favorables expectativas que el «círculo virtuoso de la productividad» introdujo desaparecieron y la demanda no pudo justificar semejantes niveles de inversión ni de producción potencial. Fue entonces cuando un buen número de operaciones de financiación se vio afectado por el pinchazo de la burbuja. El exceso de capacidad y su escasa utilización comenzaron a lastrar las decisiones de inversión futuras, produciéndose además un deterioro significativo de la calificación crediticia de las compañías, cuyo coste de financiación se multiplicó tanto en términos absolutos, como, sobre todo, con respecto al activo libre de riesgo. De esta forma, los márgenes de apalancamiento que hasta entonces habían tenido efectos favorables sobre la rentabilidad financiera

---

<sup>3</sup> En línea con Nordhaus (2000), definimos beneficios económicos como la suma de los dividendos distribuidos a los accionistas y la variación neta del valor contable neto.

de las compañías, comenzaron a reducirse de forma significativa, pasando a convertirse en uno de los principales elementos discriminantes en los criterios de concesión de crédito.

Todo ello derivó en una «proliferación de los pasivos» emitidos en mercados organizados por los sectores que más se habían beneficiado por unas expectativas de demanda desorbitadas. Este proceso provocó un incremento de la vulnerabilidad de las empresas y un descenso de los precios de las acciones y de la demanda agregada. Pero cuando el desajuste entre la oferta y la demanda se hizo muy evidente y se puso de manifiesto la falta de fundamento de las expectativas generadas, los mercados empezaron a pasar factura. La caída tan drástica de las cotizaciones en las bolsas elevó el coste del capital y en los mercados de deuda también se encareció la financiación, a pesar de la relajación de las rentabilidades de la deuda pública, obligando a una reducción de las inversiones y a la generalización de las políticas de contención de costes, comenzando por las regulaciones de empleo.

De la misma forma que los mercados se constituyeron como un factor clave en el empuje económico, también resultaron determinantes en la aceleración del ajuste que comenzó a originarse en la primavera de 2000. En primer lugar, actuando como transmisores de la política monetaria para restringir la actividad crediticia cuando las perspectivas de crecimiento se vieron reducidas a la mitad. Para las mismas características, la financiación de una empresa con una calidad crediticia BBB se triplicó en términos de diferencial en apenas dos años. El encarecimiento de los diferenciales crediticios abortó la

continuidad de muchos emisores y frenó el volumen de nuevo papel emitido en el mercado de forma mucho más eficiente de lo que hubiera podido realizar un banco central a través del tipo de referencia y su transmisión al sistema crediticio.

Muchos de los emisores tradicionales en los mercados mayoristas se vieron obligados a volver a recurrir a la financiación bancaria, mucho más selectiva en la concesión de crédito y con mayores requerimientos de garantías. Los hechos constatan este componente de menor riesgo situándose las tasas de recuperación de la deuda bancaria fallida, según Moody's, en el 71% para los préstamos hipotecarios durante el período 1982 a 2001, frente al 53% de bonos senior respaldados por activos (53%)<sup>4</sup> o al 35% de bonos que no cuentan con el respaldo de colaterales.

En concreto, en el segundo semestre de 2002 los volúmenes de emisión neta de deuda (excluyendo refinanciaciones) o las operaciones de salida a bolsa alcanzaron niveles mínimos desde la crisis del 98. En dicho período las nuevas emisiones de deuda emitida por empresas no financieras fueron incluso algo inferiores a las amortizaciones. Este fuerte descenso de los volúmenes de emisión neta es el más acusado que jamás se ha registrado si ampliamos el análisis al total del sector privado, desde luego en términos absolutos, pero también en términos relativos.

---

<sup>4</sup> Deuda emitida con la garantía de activos que se ejecutan en caso de incumplimiento de las obligaciones de pago de los prestatarios. Normalmente se trata de deuda emitida por entidades financieras que ceden, en caso de impago, al tenedor de bonos el derecho de cobro de los préstamos de los que son acreedores, como préstamos con garantía hipotecaria, préstamos al sector público, etc.

Cuadro n.º 5: **Emisión de deuda del sector privado. Mayores descensos trimestrales desde 1994**

Período de referencia	En dólares (1)	Período de referencia	En porcentaje
1998 Tercer trimestre	-63,6	1994 Segundo trimestre	-49,6
1999 Cuarto trimestre	-109,0	1997 Cuarto trimestre	-39,1
2001 Tercer trimestre	-113,3	1998 Cuarto trimestre	-49,8
2002 Primer trimestre	-63,6	2001 Tercer trimestre	-42,1
2002 Tercer trimestre	-165,4	2002 Tercer trimestre	-57,7

(1) Miles de millones de dólares.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, diciembre 2002.

Ni en los episodios de otoño de 1998 ni en la primavera de 1994, en plena crisis de los mercados de deuda, la caída de la actividad emisora superó el 50%, cuando en la segunda mitad de 2002 el retroceso se aproximó a un 60%. La celeridad y la intensidad con la que se producen los ajustes, no obstante, facilitan que la recuperación y el saneamiento financiero sean también más rápidos, excluyendo a los participantes más vulnerables, que se ven obligados a reducir su tamaño, reestructurar la deuda o quebrar. Gracias a esta rápida depuración del mercado, apenas un trimestre después del parón en la actividad emisora, se han podido restaurar, no sólo ritmos habituales, sino que se han alcanzado nuevos récord históricos de financiación en los mercados internacionales. Aunque no hayan sido las empresas no financieras los principales artífices de este mayor dinamismo del mercado primario, no cabe duda que es un primer paso obligado para su normalización.

Lógicamente, en fases de bajo crecimiento son el sector público, los emiso-

res supranacionales y las entidades financieras los principales demandantes de crédito, y no es hasta que el ciclo expansivo se encuentra más avanzado cuando las empresas no financieras comienzan a concentrar una mayor cuota de mercado en los primarios de deuda. Pero independientemente de cómo se comporte la demanda de financiación, puede decirse que los mercados se encuentran ya en plena disposición de canalizar los recursos necesarios que requieran los agentes económicos. Los diferenciales crediticios y el coste de financiación de las empresas, de hecho, se encuentran en niveles cercanos a los previos a la crisis.

### 2.3. **El mercado inmobiliario ha limitado la pérdida de riqueza de las familias en activos bursátiles**

No obstante, limitar el análisis a los fundamentos de los emisores sería simplificar mucho cualquier valoración. Es necesario abordar también la salud de

los inversores y, sobre todo, de las familias. En efecto, la estrecha interrelación existente entre el sector constructor, con el consumo —vía efecto riqueza—, el sector bancario —vía solvencia y racionamiento del crédito— y los mercados, se configura como uno de los elementos clave en el desarrollo de las crisis financieras, y desde luego es el más destacado si comparamos la actual crisis estadounidense con otras anteriores.

En el primer caso, a pesar de que la intensidad de las propias caídas bursátiles creó un círculo vicioso en las decisiones de inversión de las empresas y en las de consumo de las familias, en estas últimas el negativo efecto riqueza asociado a las acciones se vio parcialmente compensado por el positivo procedente de la revalorización de los activos inmobiliarios. De hecho, como recogen Case, Quigley y Shiller (2001), las variaciones en la riqueza inmobiliaria afectan al consumo de las familias de forma mucho más significativa que las variaciones en la riqueza bursátil (conclusión a la que también llega el FMI (abril 2003)), si bien en el análisis empírico no se encuentra una relación estadísticamente concluyente entre la riqueza inmobiliaria y las decisiones de consumo.

En concreto, las familias han perdido alrededor de 5,3 billones de dólares en la caída de las bolsas desde marzo de 2000 a finales de 2002, minusvalías que se han atenuado en 1,7 billones de dólares por la fortaleza que ha exhibido el mercado inmobiliario, resultando de forma conjunta una reducción del 10% en la riqueza de las familias (Reserva Federal de San Francisco, 2002). Estos resultados favorables obtenidos por la adquisi-

ción y revalorización de la vivienda han originado como contrapartida un incremento del endeudamiento alrededor de un 30% en dicho período, aunque no siempre para la adquisición de vivienda. De hecho, al ser la alternativa hipotecaria la fuente más barata de financiación (desde luego, mucho más que la disponible a través de tarjetas de crédito, con mayores tasas de incumplimiento), ésta se ha convertido en una opción atractiva para financiar consumo. Sólo en 2002 esta fórmula de apalancamiento de las familias para respaldar decisiones de consumo creció más de un 15% y han permitido el acceso de mayor financiación a medida que se han revalorizado los inmuebles.

Por todo ello, no debe pensarse que los riesgos de reproducción de una nueva crisis financiera son despreciables. La estructura financiera de la economía estadounidense y también la salud del sector bancario descansan ahora sobre el dinamismo del sector inmobiliario, cuya evolución ha permitido compensar en cierta medida el daño que a la riqueza ha propinado el pinchazo de la burbuja bursátil. Esta es, por el momento, una clara señal de identidad de esta crisis porque, en general, resulta difícil evitar que la caída del precio de las acciones no termine arrastrando a las cotizaciones de otros activos, sobre todo a los inmobiliarios<sup>5</sup>. La estabilidad del mercado inmobiliario ha impedido que se generasen efectos no deseados en un sector bancario cuya reestructuración a principios

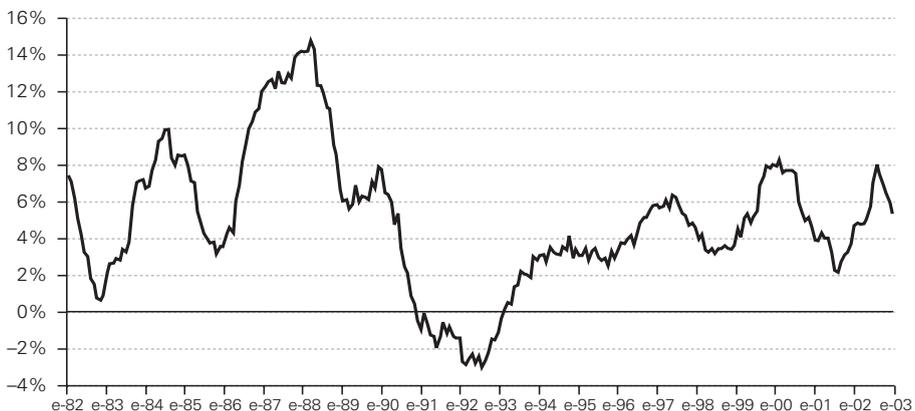
---

<sup>5</sup> Eichengreen y Bordo(2002) concluyen que todas las crisis bancarias acontecidas en los países industrializados desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial han coincidido con caídas en el precio de la vivienda.

de la década de los noventa lo ha situado en unas condiciones ciertamente favorables. Pero si este equilibrio se rompe, la contaminación al resto de la economía podría retrasar la salida de un ajuste que ya se ha prolongado tres años. Por un lado, por el efecto que puede ocasionar en la propia evolución de la demanda de crédito, en tanto que una desaceleración del precio de la vivienda provoca una menor concesión de préstamos por parte de los bancos y, en consecuencia, una postergación de las decisiones de inversión. Por otro, la caída del precio de la vivienda puede conllevar un incremento de los créditos impagados, lo que no sólo provocaría un aumento de las provisiones de las entidades financieras, sino una disminución de las ratios de solvencia, con el consiguiente efecto negativo sobre la concesión (oferta) de crédito.

No sorprende en estas circunstancias el énfasis con el que ha defendido Greenspan la intervención sobre las rentabilidades negociadas de la deuda a largo plazo para contrarrestar los riesgos de un escenario deflacionista y sus posibles efectos sobre los activos inmobiliarios. Una vez agotado el margen de maniobra sobre los tipos a corto plazo, las autoridades monetarias estadounidenses están manteniendo una estrategia relajadora sobre los tipos a largo plazo, recordando la posibilidad de intervenir directamente con compras de bonos en el mercado secundario de deuda pública. Hasta la fecha no ha sido necesario una actuación directa, limitándose a señalar mediante el juego de las expectativas la necesidad de mantener relajado el extremo más largo de la curva de rentabilidades. De hecho, no es una práctica habitual que la Reserva

Gráfico n.º 3: **Precio de la vivienda en EE.UU. (tasa media anual)**



Fuente: Datastream.

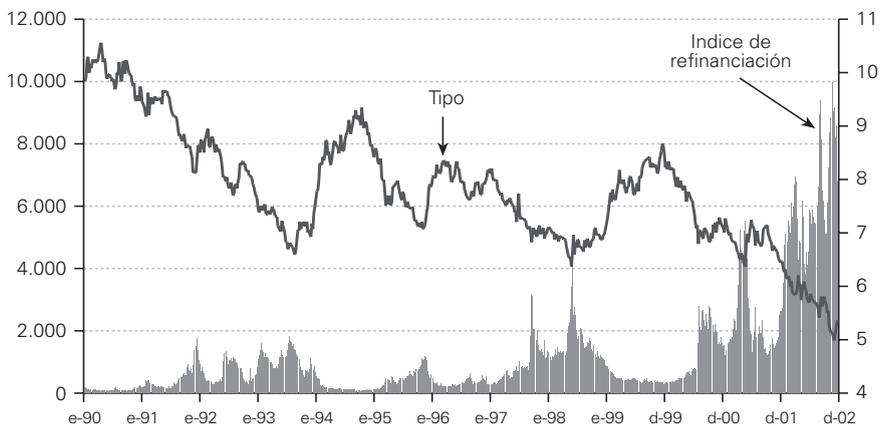
Federal intervenga con compras masivas de deuda pública (desde la década de los cincuenta no ha actuado de forma directa en el mercado secundario de bonos).

La mayor eficacia de este mecanismo de transmisión se entiende por el impulso de la inversión en vivienda, que ha disparado los niveles de endeudamiento de las familias y el dinamismo del crédito hipotecario, elevando también la sensibilidad de las economías domésticas a las variaciones de los tipos de interés hipotecarios, en su mayor parte referenciados a las rentabilidades de la deuda a largo plazo.

Con esta fórmula se puede propiciar la relajación de los tipos de interés a largo plazo y seguir inyectando renta disponible en las familias (lógicamente en las que se encuentren endeudadas). En el

gráfico adjunto se constata el crecimiento espectacular de refinanciación de las hipotecas para capitalizar niveles de tipos de interés más bajos liberando con ello renta disponible en las economías domésticas. La disposición de la Reserva Federal a evitar la extensión de la crisis al sector inmobiliario y a las economías domésticas es una razón poderosa para relativizar los riesgos de un nuevo colapso del mercado (esta vez por el lado de la demanda), pero es evidente que únicamente con la relajación de las condiciones monetarias no se garantiza una recuperación económica. Y tampoco está garantizada la propia estabilidad de los tipos a largo plazo, como se ha puesto de manifiesto en los últimos meses, si los mercados y los agentes interpretan que una política extremadamente relajada implica mayores expectativas inflacionistas en el futuro.

Gráfico n.º 4: **Tipo hipotecario y refinanciación de hipotecas en EE.UU.**



Fuente: Datastream.

### 3. EL PAPEL DEL SECTOR BANCARIO

#### 3.1. La purga del sector en los últimos quince años y el cambio regulatorio dieron lugar a un sistema bancario estructuralmente sólido

Entre los factores que han permitido que el pinchazo de la burbuja bursátil o la desaceleración de la actividad no se haya trasladado de forma más generalizada y profunda, no cabe duda de que la situación del sector bancario en términos de solvencia y rentabilidad y sus propias características estructurales es el principal elemento diferenciador entre lo acontecido en esta crisis y en otras anteriores. La transformación que a lo largo de la década de los noventa sufrió el sistema bancario estadounidense como consecuencia del proceso desregulador ha permitido que lejos de haber propulsado la crisis actual, haya servido de freno.

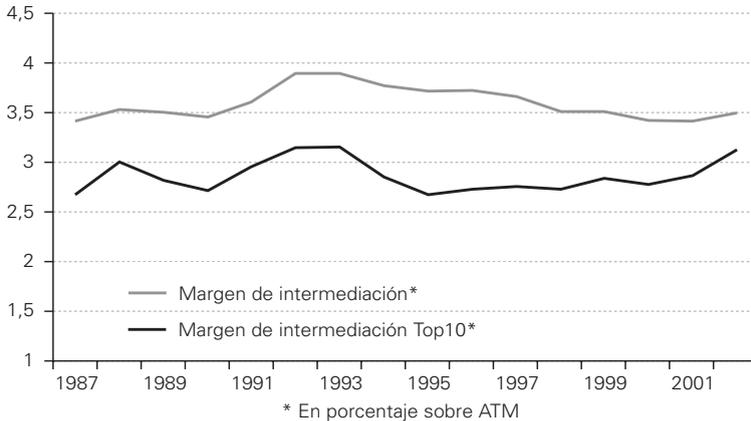
Históricamente, el sistema bancario estadounidense ha estado viciado por dos tipos de regulaciones que le incorporaron un marcado carácter segmentado en dos ámbitos: el territorial, derivado de la prohibición histórica de llevar a cabo actividades de banca minorista fuera del propio estado, y el del negocio, fruto de la también histórica prohibición de llevar a cabo, bajo una misma estructura jurídica, actividades de banca comercial y de negocios (lo que quedaba recogido en la *Glass-Steagall Act*). Ambos tipos de regulaciones fueron en gran medida las causantes de que el sistema bancario estadounidense se desarrollase en torno a una estructura empresarial extraordinariamente bipolarizada: por un lado un conjunto de grandes bancos, localizados en las grandes plazas financieras (Nueva York, Chica-

go, San Francisco, etc.), y con una orientación hacia el negocio mayorista y vocación internacional; y por otro un elevado número de entidades de reducido tamaño y ámbito de actuación muy localizado. Baste resaltar, en este sentido, que a mediados de los 80 había más de 14.000 bancos en Estados Unidos, dificultando la propia regulación una diversificación de riesgos eficiente y la adopción de estrategias encaminadas a la generación de tamaño, economías de escala y de alcance.

Sin embargo, a lo largo de los noventa, y tras la crisis de principios de la década, se produjeron importantes cambios regulatorios<sup>6</sup> encaminados a eliminar las mencionadas barreras de entrada que habían dado lugar a una inevitable y peligrosa segmentación del mercado. Con la eliminación de las mencionadas barreras segmentadoras, y especialmente la territorial, era de esperar que se produjera una profunda transformación del mapa empresarial en el sistema bancario estadounidense y una notable contracción del censo, con una importante oleada de fusiones. En los últimos quince años se ha producido una contracción del 40% en el número de entidades, hasta las 8.000 actuales, lo que no ha impedido que se crearan nuevos bancos. Por tanto, a pesar del elevado número de fusiones y adquisiciones, con el consiguiente incremento de la concentración, pese a la madurez del negocio

<sup>6</sup> En 1994 se aprobó la «Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act» que, a partir de 1995 para holdings financieros y de 1997 para bancos comerciales, permitiría el libre establecimiento y prestación de actividades en los diferentes estados del país. En 1999 se aprobó la «Gram-Leach-Bliley Act», que derogaba la histórica segmentación entre banca comercial y de negocios, permitiendo a partir de entonces fusiones entre bancos, firmas de valores y compañías de seguros.

Gráfico n.º 5: **Evolución del margen de intermediación sobre Activos Totales Medios (ATM) en EE.UU.**



Fuente: Federal Reserve (2002).

bancario, la profundidad del mercado permitió la aparición de nuevas entidades. La oleada de fusiones se tradujo en un notable incremento del grado de concentración en el sector, aglutinando actualmente los diez mayores bancos el 40% de los activos, frente a apenas un 20% a mediados de la década de los ochenta.

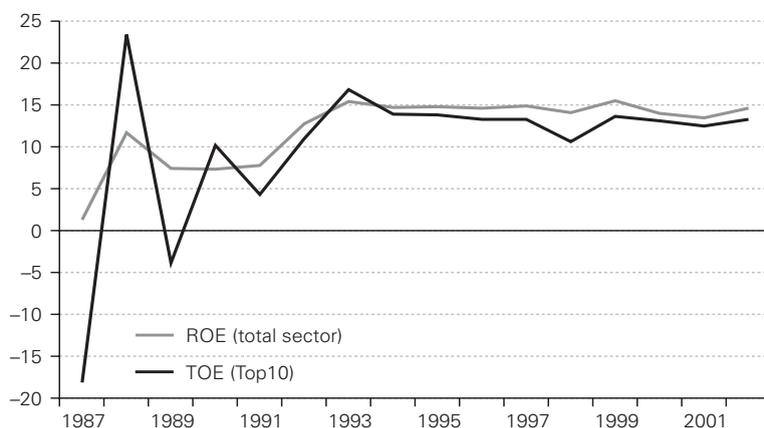
De hecho, cabe pensar que este proceso, lejos de haber concluido, seguirá produciéndose si tenemos en cuenta que todavía existen 8.000 entidades, y un 90% de éstas tienen un tamaño de activo inferior a los 300 millones de euros.

Junto a la paulatina disminución del número de entidades e incremento de la concentración, el sistema bancario estadounidense ha seguido estando caracterizado por una elevada eficiencia y rentabilidad, poniendo de manifiesto la histórica orientación a obtener una mayor rentabili-

dad y optimizar recursos propios frente a tamaño de balance que ha dirigido las políticas de gestión en EE.UU. El elevado margen de intermediación que presenta la banca estadounidense no es sino un reflejo de este contexto.

En la medida en que el sistema financiero descansa mucho más en «flujos de valores que en flujos intermediados» (una ratio de cuatro a uno frente al de uno a uno en Europa), parece razonable pensar que la calidad crediticia de los demandantes de financiación bancaria en Estados Unidos sea peor en términos marginales, justificando la obtención de mayores ingresos financieros de la inversión crediticia<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> La rentabilidad de la inversión crediticia en EE.UU. (rendimiento bruto frente a tipo de interés libre de riesgo) es tres veces superior a la existente en España o a la que hay en Japón.

Gráfico n.º 6: **Evolución ROE sector bancario estadounidense**

Fuente: Federal Reserve (2002).

Esta situación estaría reflejando probablemente unas primas de riesgo (margen de activo ajustado por riesgo) en las entidades estadounidenses claramente elevadas. De esta forma el margen de activo podría explicarse tanto por una mayor asunción de riesgo de crédito como por el cobro de mayores primas por dicho riesgo, pero que sin embargo no se ha trasladado a las ratios de solvencia. En 2001-2002 tanto la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) como la rentabilidad sobre activos del sector permaneció en los niveles más elevados de los últimos quince años (en torno al 13% y 1,2% respectivamente), poniendo de manifiesto cómo la estabilidad del mercado inmobiliario y la disminución de costes permitió seguir manteniendo rentabilidades elevadas.

No menos relevante resulta la transformación que ha sufrido la composición

de los balances en las entidades estadounidenses, con un incremento significativo de las partidas de valores frente al negocio tradicional o interbancario, lo que ha permitido reducir el riesgo de liquidez generado en el sistema. Como consecuencia de la mayor apelación a los mercados mayoristas como fuente de financiación por parte de las entidades anglosajonas (tanto financieras como no financieras), el peso de la operativa interbancaria tanto en activo como en pasivo se ha reducido, pudiendo limitar de esta forma el riesgo de liquidez sistémico que pudiera generar un escenario de pánico financiero<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Algo más del 8% del activo total de los bancos mediano-pequeños y casi un 16% de los mediano-grandes es financiado mediante la emisión de valores, frente al escaso 3% que representa en España.

### 3.2. Escaso contagio de la debilidad cíclica al sector bancario

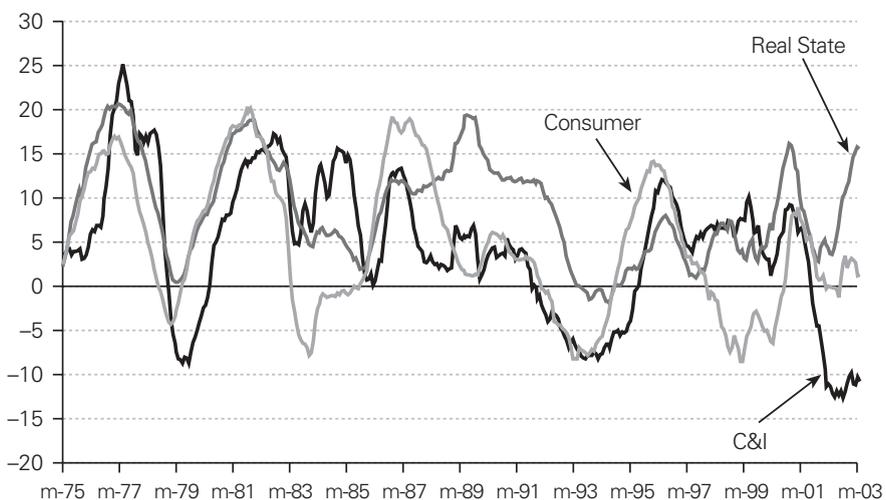
Como consecuencia de la favorable situación estructural del sector bancario y de la propia tipología de la crisis, su impacto ha sido reducido tanto en términos de morosidad como de racionamiento de crédito. Situación que no sólo ha generado efectos favorables sobre la capacidad del sistema para amortiguar una crisis de descapitalización empresarial como la vida en los últimos tres años, sino que además, no ha actuado como propagador de la debilidad cíclica.

De hecho aunque en los últimos tres años la calidad de los préstamos ha sufrido cierto deterioro, como apuntan Stiroh y Metli (2003), la situación es significativa-

mente mejor a la existente en crisis anteriores debido a varios factores: la tasa de morosidad es más reducida, el deterioro de las carteras de crédito se centra fundamentalmente en grandes bancos y préstamos empresariales, y la debilidad crediticia está concentrada en un número determinado de sectores industriales. De esta forma, la limitada propagación de la desaceleración y su elevada concentración, por tamaño de empresa y sectores económicos, ha reducido el impacto global sobre el conjunto del sistema.

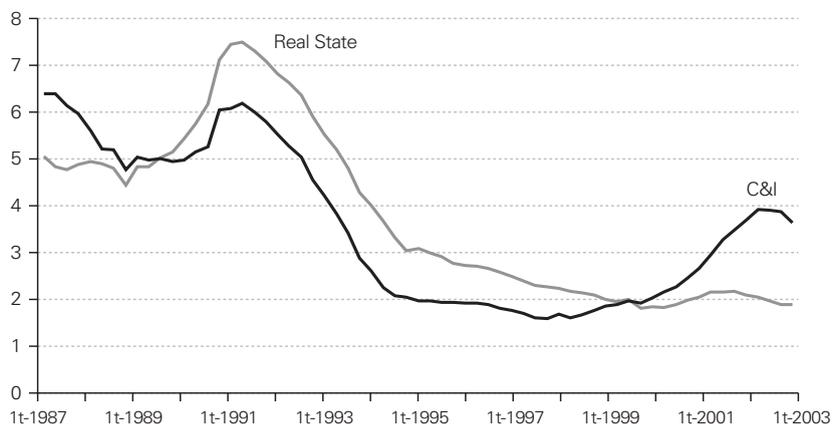
En este escenario no sorprende que mientras en 1990-92 la ratio de morosidad alcanzaba tasas del 4%, en 2001-02 ésta se encontraba en niveles del 1,5%, únicamente cinco décimas superior a los mínimos de finales de la década de los

Gráfico n.º 7: **Evolución del crecimiento de la inversión crediticia en EE.UU. por tipo de préstamo**



Fuente: Federal Reserve (2002).

Gráfico n.º 8: Tasa de morosidad de préstamos hipotecarios y corporativos



noventa. Esta reducida tasa de morosidad además no parece estar sesgada por crecimientos de la inversión crediticia muy elevados, ya que apenas alcanzan tasas del 8%, y de forma desigual. Mientras en 2001, los 100 mayores bancos sufrieron una disminución de la inversión crediticia del 9%, la concesión de créditos de los 1000 mayores aumentó en un 6%. El dinamismo del mercado inmobiliario compensó la desaceleración de los préstamos al sector empresarial (que representa aproximadamente el 50% del total de la inversión crediticia) que se produjo tanto por factores de oferta como de demanda.

Sin embargo, la evolución de la ratio de morosidad ha mostrado una importante disparidad tanto por sectores como por tipología de entidades financieras afectadas. Si en 1990 fueron los préstamos relacionados con el sector inmobiliario los principales afectados por la crisis, re-

cientemente ha sido el sector corporativo: por un lado, por telecomunicaciones y media, como consecuencia del pinchazo de la burbuja bursátil y la fuerte descapitalización de la mayor parte de empresas del sector, y, por otro, por transporte y *utilities*, afectados de forma particular por factores específicos. El hecho de que el incremento de morosidad se haya producido por factores concretos y sectoriales, permite extraer dos conclusiones favorables. En primer lugar, que el riesgo sistémico es reducido y, en segundo lugar, que el racionamiento de crédito no tiene porqué producirse de forma global, como así se ha puesto de manifiesto hasta ahora. De hecho, en contra de lo ocurrido en Japón o en otras crisis anteriores, la concentración del riesgo permite una reasignación del crédito más eficiente, pudiendo discriminar más fácilmente al prestamista sobre la calidad crediticia y el riesgo de crédito inherente al prestatario. Ni tan siquiera la complementariedad o interrelación entre

los sectores involucrados son excesivamente elevadas, evitando de esta forma el riesgo sistémico observado en otros episodios.

Junto a la concentración sectorial, otro de los factores que ha permitido un reducido alcance de la crisis ha sido el tipo de entidad involucrada. Entre 1990 y 1992 se produjo un incremento de la ratio de morosidad no ya sólo en las mayores entidades sino también en las medianas y pequeñas<sup>9</sup>. La razón no cabe duda de que se debe a la interrelación de los dos factores analizados: tipo de préstamo y tamaño de entidad. La mayor sensibilidad de los pequeños bancos al mercado inmobiliario y el mayor impacto que el deterioro de la situación de las entidades de menor tamaño tiene en la concesión de crédito (principales dinamizadores) se convierte en uno de los aspectos más relevantes al analizar las razones por las cuales la crisis actual no ha dado lugar a un *credit crunch*.

### 3.3. La desaceleración del crédito puede deberse más a factores de demanda que de oferta

Pero más allá de la evolución de las entidades, que pone de manifiesto los elementos diferenciadores de esta crisis con respecto a otras anteriores, para poder determinar su impacto sobre el ciclo resulta conveniente profundizar en los motivos por los que se ha producido. En definitiva, se trata de analizar la razón por la que se lleva a cabo una desaceleración

en la concesión de crédito: por una disminución de la oferta —bien por dudas acerca de la calificación crediticia del prestamista o por endurecimiento de las condiciones debido al incremento del riesgo de los prestatarios—, o por una desaceleración de la demanda, ante el deterioro del ciclo económico.

En el caso estadounidense, como consecuencia de la favorable salud del sistema bancario, a pesar del endurecimiento de las condiciones crediticias, como recoge la encuesta que realiza periódicamente la Reserva Federal (Federal Reserve, 2002), el racionamiento de crédito no se ha producido por un deterioro de la propia solvencia de las entidades, que les impediría adoptar medidas más expansionistas, sino más bien por el deterioro de la calificación crediticia de los prestatarios, cuyo efecto sobre el sistema es significativamente menos perjudicial.

De hecho, junto al menor impacto que la desaceleración actual está teniendo sobre el riesgo de crédito de las entidades financieras, las ratios de solvencia del sector bancario estadounidense se encuentran en niveles suficientemente sólidos como para amortiguar un incremento de la morosidad, tanto en términos de provisiones como de capital. Los bancos, además, han puesto especial énfasis en reducir una excesiva exposición al crédito, propiciando el desarrollo de un mercado secundario de préstamos o bonos a empresas. Entre los factores que permiten explicar la favorable evolución de las ratios de solvencia no cabe duda de que junto a la adecuación de las entidades a los parámetros definidos en Basilea y el buen comportamiento del ciclo en la década de los noventa, el incremento de los procesos de titulización permitieron trans-

---

<sup>9</sup> Según Stiroh y Metli (2003), las grandes empresas han pasado de tener una cuota del 47,2% en 1991 sobre el total de préstamos, al 69% en 2002.

ferir parte del riesgo fuera del balance, con el consiguiente impacto sobre la solvencia y el dinamismo del crédito.

La innovación financiera y el diseño de productos como la emisión de deuda respaldada por activos (sobre todo préstamos hipotecarios), permiten que los bancos multipliquen su capacidad de otorgar financiación. La expansión de instrumentos a través de vehículos que emiten títulos respaldados con los flujos de caja que generan los activos transferidos ha desplazado parte del riesgo crediticio a los inversores minoristas. Esta operativa, que se instrumenta mediante ABS (*Asset-Backed Securities*) o más recientemente a través de CDO (*Collateralised Debt Obligations*) o CLO (*Collateralised Loans Obligations*), permite extraer del balance las posiciones activas de riesgo, obteniendo liquidez para seguir generando financiación. Productos de última generación, a través de derivados (*Credit Default Swaps*), construyen CDO sintéticos transfiriendo sólo el riesgo a cambio de sólo una parte de los flujos, pero no totalmente.

La crisis japonesa sin embargo responde al primero de los casos planteados. El deterioro de la solvencia del sistema bancario introdujo al crecimiento de la economía en un círculo perverso de difícil solución. Las bajas ratios de solvencia (acrecentado en determinados momentos por la depreciación del yen y la tenencia por parte de los bancos de una gran parte de sus activos en dólares), impedía que el sistema bancario concediese más créditos, lo que redundaba en las decisiones de consumo e inversión. Para solucionar el problema, se tomaron medidas destinadas a la recapitalización bancaria mediante la inyección de fondos públicos en forma de préstamos subordinados, que les permitían

contabilizar como capital. Estas medidas permitieron una mejora significativa de las ratios de solvencia, pasando a niveles superiores al 10%, frente al 8,5% estimado sin esas políticas (Hoggarth y Thomas, 1999). Sin embargo, no se trata únicamente de un problema de solvencia. Si así fuera, aún siendo éste uno de los más delicados, los paquetes de salvamento y recapitalización del gobierno japonés habrían tenido el efecto deseado sobre el sistema crediticio. Junto a este problema y a la desaceleración de la demanda, dado que en un contexto recesivo y deflacionista la relación entre crecimiento del crédito y evolución de los tipos de interés se vuelve más inelástica, se unió la baja calidad crediticia del sector empresarial, que se vio potenciada por la estrecha relación banca-industria. Sin embargo, en EE.UU., la mayor aversión al riesgo del sistema ha incrementado la importancia concedida a la variable riesgo frente a rentabilidad esperada en aquellos sectores más afectados por la crisis. De tal forma que el racionamiento de crédito no se ha producido de forma lineal sino únicamente a las compañías con una peor situación crediticia, reduciendo el número de quiebra empresariales, lo que no ha ocurrido en Japón debido al marco regulatorio.

### 3.4. Menor interrelación banca-industria

Entre las características que definen la naturaleza de los sistemas financieros, la interrelación entre el sector bancario y el industrial ha sido uno de los principales elementos que determina la existencia de dos estructuras claramente distintas: el modelo estadounidense (y en cierta medida británico) y el japonés (y en menor medida también el alemán). La menor banca-

rización del sistema estadounidense se pone de manifiesto al comparar los activos totales sobre PIB, con relación a Alemania, España o Japón, siendo en el primer caso los valores en circulación más de cuatro veces los activos bancarios totales.

El mayor peso que tradicionalmente ha tenido en la estructura de financiación de las empresas los mercados de valores frente a la deuda bancaria, ha sido ampliamente debatido en la literatura económica. Por un lado por los efectos que dicha interrelación puede generar en el gobierno de las empresas y en las decisiones de los gestores (principal-agente); Por otro lado, por el impacto que una mayor dependencia entre el sector bancario e industrial puede generar tanto en las decisiones de inversión como en la transmisión y propagación de una crisis financiera.

La reciente evolución de las economías y mercados financieros tanto en Japón como en EE.UU. ha vuelto a poner de manifiesto la relevancia que tiene en una economía el grado de vinculación entre el sistema bancario y el sector empresarial. En defensa de los efectos favorables que tiene una elevada interrelación destacan las teorías que abogan por que los sistemas en los que la relación es escasa, el sector empresarial se comporta de forma miope en momentos de estrés financiero. La necesidad de satisfacer a los accionistas (mercado) lleva a las empresas a tomar decisiones estratégicas a corto plazo, disminuyendo las inversiones futuras (sobre todo en I+D) para incrementar los beneficios actuales, a pesar de que dichas actuaciones conllevan efectos perniciosos a largo plazo. Esta situación puede producirse debido a la existencia de información asimétrica, lo que provoca que los directivos tengan mejor informa-

ción que la disponible para el mercado. Ante el problema de «extracción de señal», los directivos tratan de incrementar los beneficios actuales (que serán utilizados en cierta medida para calcular los futuros), incluso a expensas de una disminución de la inversión empresarial<sup>10</sup>. Y en este sentido, lógicamente, cuanto mayor sea la interrelación banca-industria menores serán los problemas de información asimétrica y por tanto el riesgo de que las actitudes empresariales «miopes» disminuyan la capacidad de expansión de una economía. No obstante, y a pesar de la racionalidad de estas teorías, su evidencia empírica no es tan evidente. De hecho, de lo acontecido a lo largo de la última década, cabe concluir que esa relación no se produce de forma tan evidente. Si bien es cierto que en EE.UU. la necesidad de generar beneficios en esta fase de desaceleración económica ha provocado un recorte muy importante de las decisiones de inversión, ralentizando la recuperación del ciclo económico, ni en Japón ni en Alemania la mayor interrelación entre el sistema bancario y el industrial permitió generar un mayor dinamismo de la inversión, que garantizaran tasas de crecimiento potencial más estables y elevadas.

Junto a este tipo de teorías, la posible existencia de tensiones de liquidez y de financiación en las empresas es otro de los elementos que tradicionalmente se ha utilizado para justificar un mayor peso de los bancos en los gobiernos de las empresas. Los problemas de *free-rider* reducen los incentivos de los prestamistas

---

<sup>10</sup> Stein (1989) muestra cómo incluso en un mercado bursátil perfectamente racional, los directivos están «atrapados» en un comportamiento miope.

para conceder nuevos créditos o alargar las condiciones de los existentes a prestatarios en dificultades. Si una empresa obtiene crédito de diferentes prestamistas, ninguno tendrá el incentivo de ser el primero en renovar el préstamo, ante la posibilidad de que su actuación «salve» al resto, pero a cambio de asumir él todo el riesgo adicional. A pesar de que este proceso puede resultar inevitable, cabe cuestionarse si es el más adecuado. No cabe duda de que en situaciones de estrés de mercado, el incremento de los parámetros de riesgo e incertidumbre pueden modificar significativamente decisiones que «en promedio» se hubieran considerado apropiadas, dando lugar a un importante riesgo sistémico procedente del racionamiento de crédito. Sin embargo, el caso opuesto, similar al experimentado por Japón, ha puesto de manifiesto la ineficiencia de dicho sistema, al impedir que se produzca la quiebra de empresas. ¿La posibilidad de que las entidades financieras incurran en procesos de rescate «*bail-out*» provoca que las empresas incurran en mayores riesgos incrementando su probabilidad real de quiebra o, por el contrario, limita la propagación de crisis económicas, introduciendo mayor certidumbre en la captación de financiación? Cuanto menor sea la interrelación accionarial banca-industria, menor es el riesgo crediticio en el que incurren los bancos y por tanto la posibilidad de que la descapitalización del sistema bancario provoque una disminución de la concesión de crédito, dando lugar a un *credit crunch*.

En definitiva, el análisis de la evolución del sector bancario a lo largo de los últimos tres años pone de manifiesto que lejos de haber propulsado y profundizado la crisis económica, ha servido de freno.

En primer lugar porque la transformación que ha venido experimentando durante la última década ha situado al sector bancario en condiciones de rentabilidad y solvencia suficientemente sólidos como para afrontar una crisis económica como la actual. En segundo lugar, el racionamiento de crédito no ha sido tan elevado como en otras ocasiones, estando muy concentrado en determinados sectores. Junto a ello, el incremento de la morosidad se ha producido únicamente en los sectores más afectados por la crisis, pudiendo las entidades financieras, por tanto, discriminar entre los diferentes prestatarios. En cuarto lugar, la estabilidad del sector inmobiliario ha permitido que los bancos pequeños y medianos apenas se hayan visto afectados por la crisis, manteniendo los ritmos de concesión de crédito. Por último, la menor interrelación del sector bancario con el industrial, y la mayor profundidad de los mercados de bonos así como la introducción de productos que permiten diversificar los riesgos de balance, ha provocado que, incluso en situaciones en las que se produce un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito, el efecto sobre el sistema haya sido más reducido que en anteriores ocasiones.

#### 4. CONCLUSIONES

Aunque se puede debatir si la crisis está cerca de finalizar o no, es evidente que la dinámica del ciclo estadounidense se encuentra aún muy alejada de su nivel potencial de crecimiento. Los síntomas deflacionistas son más preocupantes que en cualquier otro momento y las empresas continúan sumidas en un paréntesis a la espera de mejores expectativas de de-

manda. Pero las economías domésticas no parece que puedan garantizar ritmos de consumo más sólidos mientras el empleo y las finanzas familiares no constaten una clara mejoría.

Sin embargo, a diferencia de otras crisis, coinciden dos rasgos que otorgan mayor crédito a las posibilidades de asistir a una reactivación económica. En primer lugar, la decidida disposición anticíclica de las autoridades económicas, muy comprometidas con su política de restaurar niveles de confianza en los consumidores y las empresas que hagan factible la salida de la fase recesiva. En segundo lugar, el elevado grado de saneamiento del sistema financiero a pesar de encontrarnos inmersos en una crisis de oferta y después de haber asistido a las mayores bancarrotas de la historia.

Por un lado, los mercados han relajado las condiciones y han recuperado ritmos de actividad que facilitan a los prestatarios el acceso a la financiación. El racionamiento tan drástico que impuso durante buena parte de 2001 y 2002 ha depurado del mercado a los emisores más vulnerables con relativa celeridad y el endurecimiento generalizado en los diferenciales crediticios ha compensado a los inversores de las pérdidas provocadas por los fallidos. Por otro, la banca ha podido eludir con una mayor solvencia las consecuencias de la crisis al haberse concentrado en los segmentos menos expuestos a la misma (consumidores y py-

mes) y al haber transferido a los inversores institucionales el riesgo crediticio.

Las raíces de la crisis tienen una mayor explicación por el lado de la oferta y han sido por lo tanto las empresas los agentes más directamente afectados por la misma. Sobre todo aquellas que habían adquirido un tamaño significativo, alentadas por estrategias de inversión que pecaron de voluntaristas, o por ambiciosas operaciones de fusión o adquisición de otras compañías. Aunque no puede decirse que los demás agentes económicos (fundamentalmente, las familias) se han podido mantener al margen del ajuste, hasta el momento han contado con una mayor holgura para sortear la crisis. En primer lugar, porque se han beneficiado de unas condiciones financieras más laxas y, en segundo lugar, porque el alza en los precios de los activos inmobiliarios ha contrarrestado la pérdida de riqueza que ha ocasionado el desplome de las bolsas. Sin embargo esta virtud puede convertirse en el factor de mayor vulnerabilidad de la economía estadounidense, de modo que la salud del sistema financiero descansa en el comportamiento del mercado inmobiliario. Si finalmente las medidas económicas son capaces de evitar una caída en los precios de la vivienda, se protegerá a los dos sectores que han mantenido el pulso de la economía en los últimos tres años, las familias y el sector financiero, y que deberán ser también los protagonistas de una eventual recuperación.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2001): «La política monetaria del BCE» *Banco Central Europeo*, Agosto, pp 13-31.
- (2003): «The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference» *Banco Central Europeo*, Mayo.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2002): «International banking and financial market developments» *Banco de Pagos Internacionales*, pp. 27-35. Diciembre
- BERNSTEIN, P.L. (2002): «The Trouble with Earnings», *Economics and Portfolio Strategy*, Peter L. Bernstein Inc., September 1st.
- BORDO, M. y EICHENGREEN, B. (2002): «Crises Now and Then: What Lessons from Last Era of Financial Globalization», *NBER Working Paper*, 8716, Enero.
- CAMPBELL, J. y COCHRANE, J. (1999): «By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior», *Journal of Political Economy*, 107, Abril.
- CASE, K.; QUIGLEY, J. y SHILLER, R. (2002): «Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market», *NBER Working Paper*, 8606, November.
- FEDERAL RESERVE (2002): «Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2001», *Federal Reserve Bulletin*, June, pp. 259-285.
- FEDERAL RESERVE OF CLEVELAND (2003): «Deflation» Annual Report. *Reserva Federal de Cleveland* 2002. pp. 5-14. Mayo
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2003): «How Long will de "soft spot" in the Unite States Last» *World Economic Outlook* 2003, pp. 21. Abril
- SIMON LONDON (2003): Lunch with de *Financial Times*, con Milton Friedman. Junio.
- FULLER, J. y JENSEN, M. (2002): «Just Say no to Wall Street: Putting a Stop to Earnings Game», *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter.
- HOGGART, G. y Thomas, J. (1999): «Will bank recapitalisation boost domestic demand in Japan?», *Financial Stability Review*, Bank of England, June.
- MARQUIS, M. (2002): «What's Behind the Low US Personal Saving Rate?», *FRBSF Letter Reserva Federal de San Francisco*, Marzo.
- NORDHAUS, W.D. (2002): «The Mildest Recession: Output, Profits and Stock Prices as the US Emerges from de 2001 Recession», *NBER Working Paper*, 8938, Mayo.
- OCDE (2002). «Financial headwinds and the investment cycle». *Economic Outlook*. Abril. pp. 16-18.
- RULE D. (2001). «Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets: an overview». *Financial Stability Review*. Bank of England, December.
- SELLON G. (2002). «The changing U.S. financial system: some implications for the monetary transmission mechanism». *Federal Reserve Bank of Kansas City*, Primer trimestre 2002. pp. 3-35,
- STEIN, J. (1989): «Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior», *Quarterly Journal of Economics*, pp. 655-669.
- STIROH, K. y METLI, C. (2003): «Now and Then: The Evolution of Loan Quality for U.S. Banks», *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Abril, Vol. 9, Number 4.