

BIBLIOGRAFÍA

RESUMEN

- Butter, Willem H. (2007): «Lessons from the 2007 Financial Crisis», *CEPR, Policy Insight*, núm. 18, diciembre.
- Fuentes Egusquiza, Ignacio (2007): «La titulización en España: principales características», *Banco de España, Boletín Económico*, diciembre.
- Kiff, John y Mills, Paul (2007): «Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in US Subprime Mortgage Markets», *FMI, WP/07/188*, julio.
- Reinhart, Carmen M. y Rogoff, Kenneth S. (2008): «Is the 2007 US Subprime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison», *American Economic Association, draft*, 6 de enero.

En este artículo se analiza la significación de la crisis financiera derivada de la extensión de la insolvencia de las hipotecas subprime en Estados Unidos, tratando de subrayar los denominadores comunes y diferencias con otras crisis financieras. Las consecuencias sobre otros sistemas financieros, en especial el español, y sobre el crecimiento económico se abordan en la segunda parte del artículo.

Palabras clave: Crisis financiera, Sistemas financieros, Financiación hipotecaria, Sistema bancario español, Crecimiento mundial.

## Turbulencias a velocidad de crucero en la zona euro

La zona del euro se adentró en 2007 continuando con el ritmo de expansión elevado que había alcanzado a lo largo de 2006, con lo que fueron afianzándose las perspectivas de una senda de crecimiento a velocidad de crucero próxima a su tasa potencial. Sin embargo, dicha trayectoria se vio sembrada de incertidumbres como consecuencia de la aparición de un importante episodio de turbulencias financieras que ha incidido sobre las condiciones financieras de la zona, modificando algunas de las hipótesis en las que se basaba el escenario de continuidad del crecimiento robusto. El alcance potencial de estas turbulencias y algunas de sus características han tenido especial relevancia para la modulación de la política monetaria que se encontraba en proceso de normalización, tras un largo período de signo marcadamente expansivo, en consonancia con la maduración de la recuperación y el surgimiento de riesgos inflacionistas que la han acompañado.

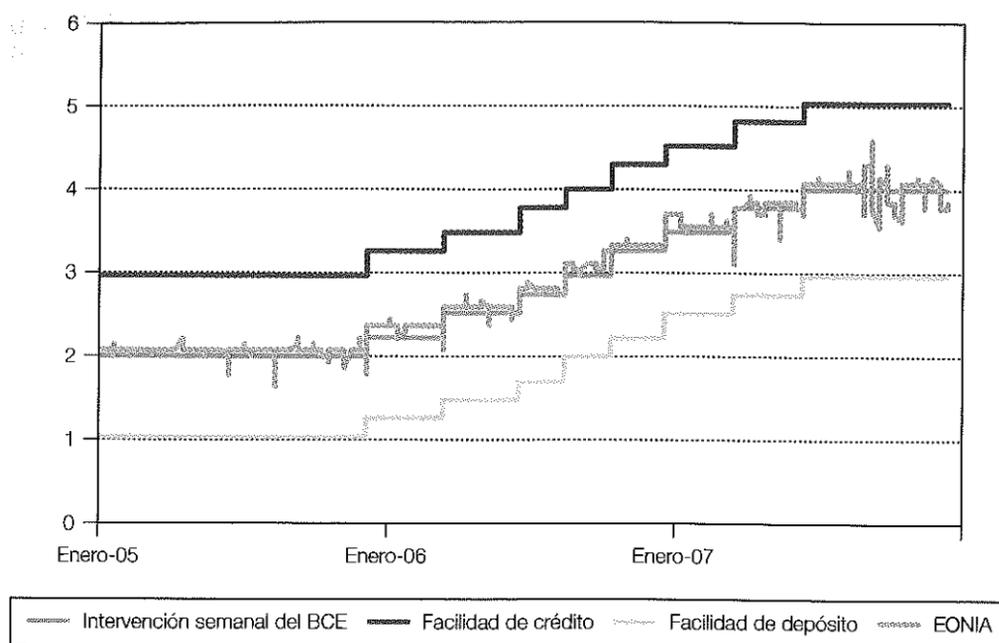
1. La coyuntura de la zona euro y la normalización de la política monetaria

En el conjunto del bienio 2006-2007, antes de que los posibles efectos de las turbulencias financieras pudieran verse reflejados en los datos reales de las macromagnitudes —a pesar de su impacto en los indicadores más avanzados y, sobre todo, en los de carácter cualitativo como las encuestas de opinión—, la zona del euro ha estado creciendo a ritmos superiores al 2,5%, desbordando, por primera vez en muchos años, las previsiones formuladas. La visión global que se desprende de este período es la confirmación de una fase expansiva que dejaba atrás la decepcionante experiencia de débil crecimiento que había predominado durante la mayor parte del tiempo de existencia de la unión monetaria. De hecho, durante 2007 la zona del euro ha superado el ritmo de crecimiento de la economía americana, que se encuentra en clara desaceleración. Esto es algo que sólo había ocurrido el año de la recesión que siguió en Estados Unidos al estallido de la burbuja tecnológica; de forma que desde la creación de la unión monetaria se ha seguido ampliando la brecha en dinamismo económico y niveles de bienestar que separan a ambas zonas.

El patrón de expansión se viene asentando, en principio, sobre bases sólidas. El dinamismo, que procedía inicialmente sobre todo del empuje de las exportaciones del área, se ha ido trasladando a diversos componentes de la demanda interna. La inversión productiva ha ido cobrando vigor en el

José Luis Malo de Molina  
Director general del Banco de España

GRÁFICO 1  
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE LA ZONA DEL EURO  
(En porcentaje)



Fuente: Banco de España.

marco de una situación empresarial muy saneada con elevados niveles de rentabilidad y ratios de endeudamiento moderados. El consumo privado, que es el componente más retrasado, ha empezado a dar ya signos de reactivación y, lo que es más importante, los fundamentos son cada vez más propicios a su afianzamiento. Los niveles de confianza son elevados, a pesar del impacto de las turbulencias, y la mejora del mercado de trabajo, con un creciente dinamismo del empleo y una tendencia descendente del paro, suministra un soporte sólido para el sostenimiento de la renta disponible.

Todos estos rasgos se predicen del área del euro en su conjunto, aunque se reflejan de manera diversa en las situaciones de cada una de las economías que la componen, entre las que siguen existiendo diferencias estructurales y cíclicas significativas. Sin embargo, resulta relevante la disminución en el grado de dispersión entre los ritmos de crecimiento nacionales y la revitalización que se percibe en Alemania y su área de influencia más próxima. Posiblemente, el rasgo que más solidez aporta al dinamismo del área del euro es la posibilidad de que la economía alemana haya

empezado a superar la situación de cierto bloqueo estructural en la que había entrado como consecuencia de la larga digestión de la reunificación y de los efectos de las políticas económicas que la siguieron.

La creciente presión de la demanda que ha acompañado a la reactivación cíclica, en coincidencia con algunos impactos alcistas de precios generados por el encarecimiento de la energía, los alimentos o las subidas de precios administrados e impuestos indirectos, ha ido elevando los riesgos inflacionistas. Así, la progresiva consolidación del escenario de fortaleza del crecimiento y la activación de estos riesgos han conducido a una retirada gradual del tono marcadamente expansivo que había tenido la política monetaria durante un período de tiempo excepcionalmente largo. Después de mantener el tipo básico de intervención en el 2% durante 30 meses consecutivos, en diciembre de 2005 se inició un proceso de subidas graduales de un cuarto de punto con un espaciado temporal que ha ido guardando relación con la intensidad de los riesgos inflacionistas percibidos. Como se ilustra en el gráfico 1, dicho pro-

ceso llevó el tipo de interés al 4% en junio de 2007 y se mantenía, entonces, una perspectiva de posibles ajustes adicionales, en consonancia con la necesidad de mantener ancladas las expectativas de inflación y la situación de alerta en la que el comportamiento de los determinantes de la inflación colocaba a la autoridad monetaria. Pero fue a partir de entonces cuando entraron en escena las turbulencias financieras.

## 2. La propagación de las turbulencias financieras a la zona euro

No corresponde al tema de este artículo abordar la naturaleza y alcance de unas turbulencias que constituyen sin duda uno de los rasgos más destacados y con mayor interés del panorama económico del ejercicio objeto de análisis. Pero sí es imprescindible tratar de entender, al menos, el porqué y el cómo de su propagación a la zona del euro y su incidencia sobre el escenario económico y la conducción de la política monetaria. La extensión a Europa de la crisis de las hipotecas de baja calidad norteamericanas tiene mucho que ver con la sofisticación y dimensión que han alcanzado algunos mercados financieros internacionales, principalmente en los países industrializados, como consecuencia de la combinación de un uso intensivo de las tecnologías de computación con un desarrollo muy avanzado de la teoría financiera. En particular, estas aplicaciones han permitido convertir en valores cualquier tipo de préstamo, rendimiento, riesgo de impago o cualquier otra característica de las transacciones financieras. La complejidad de estos productos estructurados es creciente en la medida que pueden a su vez ser troceados y empaquetados en combinaciones diversas y en las más variadas formas para venderse y revenderse en cadenas muy prolongadas. Con ello se consigue una difusión considerable de los riesgos y su distribución hacia una amplia gama de agentes, lo que, en principio, supone un elemento de fortaleza del sistema financiero. En contrapartida, estos desarrollos entrañan un alcance mayor en la propagación de perturbaciones locales o específicas y, como señalaba Trichet (2007), pueden generarse riesgos sistémicos relevantes. En el caso de la crisis de las hipotecas americanas lo que ha pasado es que un cierto número de intermediarios europeos habían invertido en productos estructurados que en una proporción difícil de saber se encontraban colateralizados con dichas hipotecas. Esta inversión se hizo, en muchas ocasiones, mediante la crea-

ción de vehículos especiales que normalmente se financiaban a muy corto plazo en los mercados de papel comercial, pero a los que se les otorgaba líneas de crédito que garantizaban la liquidez y respaldaban la calificación de las emisiones. El aumento de la morosidad en el segmento de las subprime, por un lado, ha desencadenado una revisión al alza en la valoración de los riesgos y una pérdida de liquidez para una gama muy amplia de instrumentos frente a los que la demanda se ha inhibido de forma abrupta, y por otra, ha esparcido dudas sobre el alcance del posible impacto de esta situación sobre algunos bancos europeos que habían invertido en estos productos o habían comprometido líneas de crédito con las instituciones que los financiaban. Como recalca Mervyn King (2007), uno de los hechos más notables de este episodio es la gran desproporción entre el tamaño del *shock* desencadenante —los impagos afectaban al 1% de una cartera de hipotecas que supone un 5,3% de los activos bancarios de Estados Unidos— y la extensión de sus consecuencias.

La irrupción de un fenómeno de estas características ha abierto muchos frentes de incertidumbre y ha puesto en cuestión la adecuación de la estructura de supervisión prudencial para afrontar los riesgos que las nuevas prácticas financieras conllevan. Tal es el caso de la falta de transparencia que generan ciertas técnicas de desintermediación o la traslación de los riesgos de desajuste de plazos que acompaña al modelo bancario de generación y distribución. Pero aquí debemos concentrarnos en los que hacen referencia a la conducción de la política monetaria.

## 3. La conducción de la política monetaria común tras la irrupción de las turbulencias

Desde el punto de vista de la política monetaria del Eurosistema, la emergencia de las turbulencias ha supuesto un endurecimiento de las condiciones financieras, autónomo respecto a la propia instrumentación de la política monetaria, y una grave distorsión de los mercados monetarios, en los que se inicia la transmisión de la política monetaria, como consecuencia de la aguda escasez de liquidez y una generalizada pérdida de confianza en la financiación interbancaria no colateralizada. Dos fenómenos estrechamente relacionados entre sí y que inciden de forma directísima en la caracterización del tono de la política monetaria. El endurecimiento de las condi-

ciones financieras podría responder, en principio, a un sano proceso de reevaluación del riesgo después de un largo período de política monetaria expansiva y de condiciones financieras relajadas que han podido llevar a excesos, de los que se ha alertado en muchas ocasiones (véase, por ejemplo, Papademos, 2007), y que inevitablemente se habían de corregir. Sin embargo, la ocurrencia de este hecho en simultaneidad con la paralización de los mercados monetarios y la posible existencia de incidentes graves de inestabilidad financiera abría un serio interrogante sobre la posibilidad de que el ajuste de las condiciones financieras no se limitara a una valoración más afinada de los riesgos, lo que sería compatible con la sostenibilidad de la senda de expansión, sino que pudiera llegar más allá y afectar a los escenarios de medio plazo en los que se evalúan las perspectivas de estabilidad de los precios en la zona.

Por ello, en una situación de este tipo, la primera prioridad de la política monetaria era la restauración de la normalidad en el funcionamiento de los mercados monetarios, no en el sentido de que las exigencias de estabilidad financiera se superpusieran a los requerimientos derivados de los objetivos de estabilidad de precios, sino como consecuencia genuina de las necesidades a las que la política monetaria debe atender en dicha situación, ya que el alcance y la duración de la turbulencia financiera resultaban decisivos a la hora de determinar el nivel apropiado de los tipos de interés para contener los riesgos inflacionistas presentes.

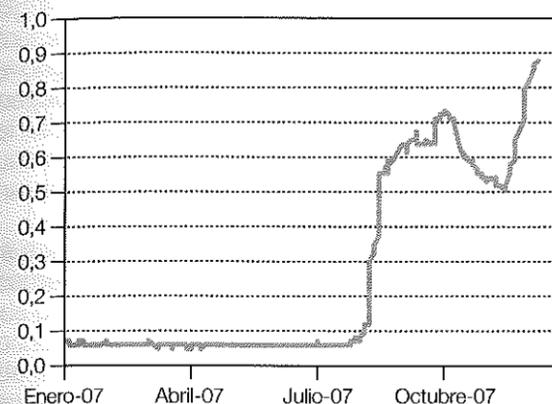
Hay que decir que el adecuado diagnóstico en tiempo real de una situación de estas características no es un asunto sencillo y todos los bancos centrales pueden cometer errores de envergadura. Si no se identifican riesgos sistémicos de crisis de liquidez cuando éstos existen, se puede contribuir a profundizar sus efectos adversos sobre la estabilidad macroeconómica. Si, por el contrario, se reacciona tratando de paliar los efectos potenciales de un endurecimiento financiero que no es más que la corrección de una holgura excesiva se corre el peligro de incubar una corrección más profunda en el futuro y de distorsionar los incentivos a favor de conductas que habían arriesgado en exceso.

Las perturbaciones desatadas por la crisis inmobiliaria norteamericana han tendido a incidir sobre la conducción de la política monetaria a través de dos canales que han actuado de manera convergente. Por un lado, han supuesto una alteración de las perspectivas macroeconómicas en las que

los bancos centrales han de basar la evaluación de la magnitud de los riesgos existentes para el mantenimiento de la estabilidad de los precios a medio plazo. La influencia potencial de este canal es difícil de aquilatar mientras no se disponga de datos suficientes que avalen una posible cuantificación de los efectos sobre las decisiones de gasto y el nivel de actividad. En todo caso, este impacto tiende a actuar en la dirección de aminorar las perspectivas de crecimiento, de aumentar el rango de la incertidumbre que las rodea y de acentuar los riesgos a la baja. Factores todos ellos que apuntan a aliviar los peligros inflacionistas, aunque un juicio final sobre esta cuestión siempre depende de la intensidad de las presiones alcistas de precios, que en esta coyuntura se han visto recrudescidas por el encarecimiento del petróleo y de los alimentos y el creciente tensionamiento del mercado de trabajo. Paralelamente, las tensiones financieras han alterado los principales eslabones de la cadena de transmisión de la política monetaria. En condiciones normales, el tipo básico de intervención del banco central basta para determinar el carácter de la política monetaria, puesto que el proceso de transmisión transcurre a través de pautas estables, pero esto no es así cuando se ve sacudido por brotes importantes de inestabilidad. En el caso de la crisis de las subprime, como se ilustra en el gráfico 2, la escasez de liquidez y los problemas de confianza entre los bancos han incrementado la prima de los préstamos no colateralizados para plazos superiores a una semana. La incidencia de este fenómeno sobre las condiciones de financiación que las entidades están dispuestas a ofrecer a sus prestatarios se ha visto intensificada por el encarecimiento y las restricciones surgidas en los mercados en los que los propios bancos satisfacen sus necesidades de financiación, de tal manera que el mero mantenimiento de los tipos de intervención habría supuesto un endurecimiento de las condiciones financieras y monetarias.

En coherencia con este análisis, el Eurosistema, como la mayoría de las autoridades monetarias de los grandes países industrializados afectados por las turbulencias, reaccionó adaptando la conducta de su política monetaria en una triple vertiente. En primer lugar, y ante todo, ajustó su política de inyección de liquidez con el fin de satisfacer las enormes necesidades que existían como consecuencia del secamiento de los mercados de renta fija afectados y de contribuir, en la medida de lo posible, a restaurar la confianza en el funcionamiento de los mercados interbancarios. Para ello incrementó considerablemente las cantida-

GRÁFICO 2  
PRIMA DE LOS PRÉSTAMOS  
INTERBANCARIOS NO COLATERALIZADOS  
(Diferencial tipo interbancario a tres meses-repo.  
En puntos porcentuales)



Fuente: Banco de España.

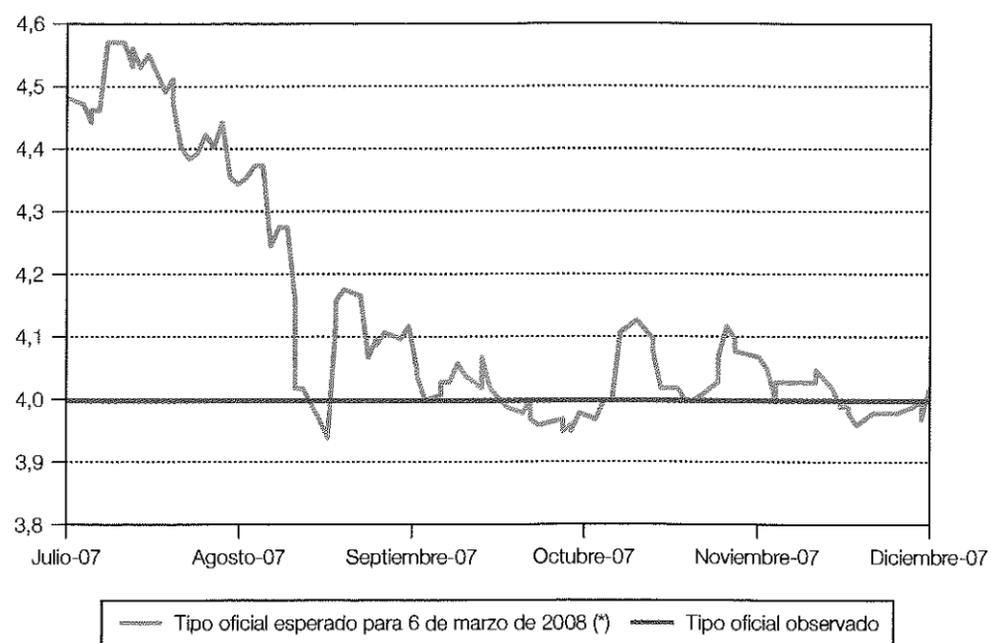
des suministradas tanto a través de las operaciones principales de refinanciación como de las llamadas de largo plazo (tres meses), manteniendo inalterados los principales rasgos del esquema operativo habitual. El objetivo se fue gradualmente concretando en señalar la disposición del Eurosistema a suministrar toda la liquidez necesaria para que el tipo de interés EONIA se mantuviera próximo al nivel fijado como referencia por las decisiones de política monetaria. En segundo lugar, el propio tensionamiento de las condiciones financieras provocado por las turbulencias otorgaba un tono menos holgado o más restrictivo al mero mantenimiento del tipo de referencia establecido, por lo que se hacía necesario evaluar en qué medida la alteración de los mecanismos de transmisión que van desde el tipo EONIA, sobre el que influye la instrumentación del Eurosistema, hasta los tipos de interés relevantes para las decisiones de los agentes afectaban o podían afectar al tono de la política monetaria requerido para afrontar adecuadamente los riesgos inflacionistas que se percibían. Y en tercer lugar, surgía la incertidumbre sobre la posibilidad de que el propio episodio de inestabilidad financiera pudiera llegar a afectar a los determinantes del dinamismo económico a medio plazo y, en consecuencia, a la intensidad de los riesgos inflacionistas que estaban en la base del proceso de incre-

mentos de los tipos de interés en el que se hallaba inmersa la orientación monetaria. Algo que podría depender de un conjunto complejo de canales que iban desde la magnitud y duración del tensionamiento financiero al posible impacto sobre la confianza de las familias y las empresas o a la aparición de restricciones en la disponibilidad de recursos financieros como consecuencia de los ajustes en los que podrían tener que adentrarse las instituciones financieras más afectadas. Factores cuya calibración requería una adecuada perspectiva temporal y una cierta información sobre el comportamiento observado de las principales variables potencialmente más sensibles.

La conclusión lógica de todo ello era la necesidad de acompañar las inyecciones extraordinarias de liquidez con una pausa en la senda de normalización de las condiciones monetarias en el área y reforzar la política de comunicación para evitar que equivocadamente se entendiera como un menor celo antiinflacionista. El Consejo del BCE decidió mantener inalterado el tipo básico de intervención, interrumpiendo las expectativas de continuidad de la secuencia de subidas graduales (véase gráfico 3). Este cambio fue acompañado de significativas modificaciones en la comunicación que se materializaron en la retirada de la calificación de las condiciones monetarias como favorables y del tono de la política monetaria como acomodante. No obstante, la pausa no significaba un cambio de orientación, puesto que el diagnóstico de mantenimiento de un crecimiento robusto, con ligeras revisiones a la baja y persistencia de los riesgos inflacionistas, no se veía alterado, aunque existiese un margen de incertidumbre mayor y las posibles desviaciones se inclinasen más en la dirección de un menor crecimiento que aminorase los peligros alcistas en la inflación.

Conforme ha ido transcurriendo el tiempo desde el desencadenamiento de las turbulencias se ha ido haciendo patente una persistencia mayor de la inicialmente esperada y han ido aumentando las posibilidades de que dicho episodio llegue a afectar a las perspectivas de crecimiento, aunque los datos conocidos no se apartan significativamente de un escenario de continuidad del crecimiento y las cifras de inflación han empeorado significativamente. A finales de 2007, cuando se escribe este artículo, resulta difícil calibrar el alcance final de este episodio sobre la conducción de la política monetaria, aunque en todo caso está claro que ha obligado a reconsiderar la senda de normalización de las condiciones monetarias.

GRÁFICO 3  
**EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS OFICIALES EN LA ZONA DEL EURO**  
 (En porcentaje)



(\*) Se calcula a partir de los futuros del EONIA cotizados para esa fecha, descontando una prima.  
 Fuente: Banco Central Europeo.

#### 4. La inmunidad relativa de la economía española

Este análisis se refiere al conjunto de la zona de la unión monetaria, que es plano relevante a la hora de adoptar las decisiones de política monetaria. Tiene interés, sin embargo, constatar, ante un suceso tan singular, que sus efectos no han sido perfectamente simétricos, sino que han alcanzado repercusiones diferenciadas en las diversas economías de los países miembros dependiendo de factores como el grado de exposición de los respectivos sistemas financieros a los productos e instrumentos erosionados por la crisis de las hipotecas americanas, la dependencia de las entidades de crédito de la financiación interbancaria no colateralizada, las necesidades globales de financiación externa de las economías y las características del momento cíclico en que se encontraban. Así, por ejemplo, algunas de las economías con mayor grado de exposición y mayor dependencia de la financiación en los mercados monetarios se encon-

traban en una situación de escaso dinamismo del crédito interno y en una fase incipiente de auge económico, por lo que el alcance potencial de las turbulencias sobre el dinamismo económico interno aparecía relativamente limitado. Otras, en cambio, con menor exposición directa o indirecta a los segmentos de financiación internacional más abruptamente sacudidos, se encontraban con mayores necesidades de recursos externos y en una fase madura del ciclo, de manera que aunque mostraban un mayor grado de inmunidad frente a este tipo de perturbaciones, podrían ser más vulnerables a una prolongación de la sequía de los mercados financieros internacionales. Cada economía es un caso específico con sus propias debilidades y fortalezas. Merece la pena destacar algunos rasgos de la experiencia española.

Ha sorprendido en numerosos foros internacionales y a la opinión mayoritaria de los analistas extranjeros la escasa incidencia que las turbulencias han tenido en el caso de la economía española. Se pensaba que una crisis originada

en el drástico parón del sector inmobiliario norteamericano habría de afectar a una economía en la que la fuerte inversión residencial ha sido uno de los principales motores de su prolongada expansión y en la que el ajuste inmobiliario se estaba iniciando. Se exageraban con ello las posibles sincronías entre unos desarrollos inmobiliarios que siguen teniendo unos determinantes eminentemente locales. Y se confundía, hasta cierto punto, el origen de la crisis con los mecanismos de propagación, pues si bien el origen se encuentra en el sector inmobiliario, la propagación ha tenido una naturaleza esencialmente financiera, como se ha sintetizado al inicio de este artículo.

La relativa inmunidad de la economía española a las turbulencias se ha derivado de la prácticamente nula exposición del sistema financiero a los productos y vehículos que han actuado como principales canales de propagación y a la solidez de la posición de los intermediarios financieros españoles frente a la posible aparición de perturbaciones adversas. Las entidades españolas no habían invertido en activos ligados a las hipotecas americanas ni en los productos estructurados vinculados a las mismas, ni tenían compromisos de financiación con los intermediarios especializados en estas prácticas. Tampoco se han desarrollado internamente fórmulas de financiación equivalentes a las hipotecas de baja calidad norteamericanas. Por otra parte, la solidez frente a posibles perturbaciones de origen externo se deriva de los altos niveles de rentabilidad, solvencia y dotación de provisiones alcanzados a lo largo de los últimos años, que suministran importantes márgenes de defensa. Sin embargo, la inmunidad no es completa. El sistema financiero español actúa como principal canal de intermediación de los flujos de financiación externa que viene necesitando la economía española para mantener un patrón de expansión en el que el gasto doméstico viene excediendo la generación de rentas en el interior. Grosso modo, el déficit exterior que este patrón genera se manifiesta en una brecha entre los pasivos que el sistema financiero capta en el interior y la demanda de crédito que viene satisfaciendo. Una brecha que ha de cubrirse con la captación

de fondos en los mercados internacionales y que se venía haciendo hasta la aparición de las turbulencias mediante la colocación de títulos fundamentalmente a medio y largo plazo y con elevada calidad crediticia. La maduración del ciclo inmobiliario español y la senda de gradual desaceleración de la economía basada en una tendencia hacia el reequilibrio entre la demanda interna y externa tienden a reducir el déficit externo y la brecha crédito-depositos, pero la normalización de la financiación externa del sistema financiero español es un requisito para el ajuste gradual y el éxito de un aterrizaje suave. □

#### BIBLIOGRAFÍA

- King, M. (2007): *Discurso en Northern Ireland Chamber of Commerce and Industry, Belfast, 9 de octubre.* <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2007/speech324.pdf>.
- Papademos, L. (2007): *Presentation of the ECB's Annual Report 2006 to the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament.* <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070418.en.html>.
- Trichet, J. C. (2007): «Some reflections on the development of credit derivatives», *Keynote address at the 22nd Annual General Meeting of the International Swaps and Derivatives Association (ISDA), Boston, 18 abril.* <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070418.en.html>.

#### RESUMEN

En este artículo se revisa la política monetaria del BCE durante 2007 y, en particular, el cambio que supuso la irrupción de las turbulencias financieras el pasado verano. Dichas tensiones llevaron al BCE a interrumpir el proceso de aumento de tipos de interés que venía realizando desde finales de 2005 en un contexto de afianzamiento de la recuperación económica en la zona del euro y de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios. Esta situación se ha prorrogado a la espera de una valoración más precisa de las implicaciones sobre las condiciones de financiación, el escenario macroeconómico y, en definitiva, sobre el propio tono de la política monetaria.

Palabras clave: Política monetaria, Zona del euro, Tipos de interés, Turbulencias financieras.