

Sistema Económico y Financiero

Tema 8. Crisis financiera en la Unión Europea y la Unión Monetaria Europea



Julio Revuelta López
Ana Lara Gómez Peña

Departamento de Economía

Este tema se publica bajo Licencia:

[Creative Commons BY-NC-SA 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)



Estructura

- 1. Introducción.**
- 2. Teoría.**
- 3. Etapas de una crisis financiera.**
- 4. Crisis financiera de 2007-2009.**
- 5. Impacto en la UME.**
- 6. Conclusiones.**

1. Introducción

- **El buen funcionamiento del sistema financiero es esencial para la robustez económica debido a:**
 - Su función básica de canalización de fondos entre agentes con excedentes de capital (ahorradores) y demandantes de capital (inversores) que dé lugar a nuevas oportunidades de producción.
 - Evitar ineficiencias y crisis por la asignación errónea del capital.
- Una crisis financiera ocurre cuando un incremento de la asimetría de la información en el sistema financiero provoca que este no canalice de manera eficiente los flujos de capital entre los agentes económicos.
- La crisis financiera puede provocar interrupciones en los mercados financieros, alteraciones o burbujas en los precios de los activos y cierres empresariales, afectando a toda la economía en su conjunto.

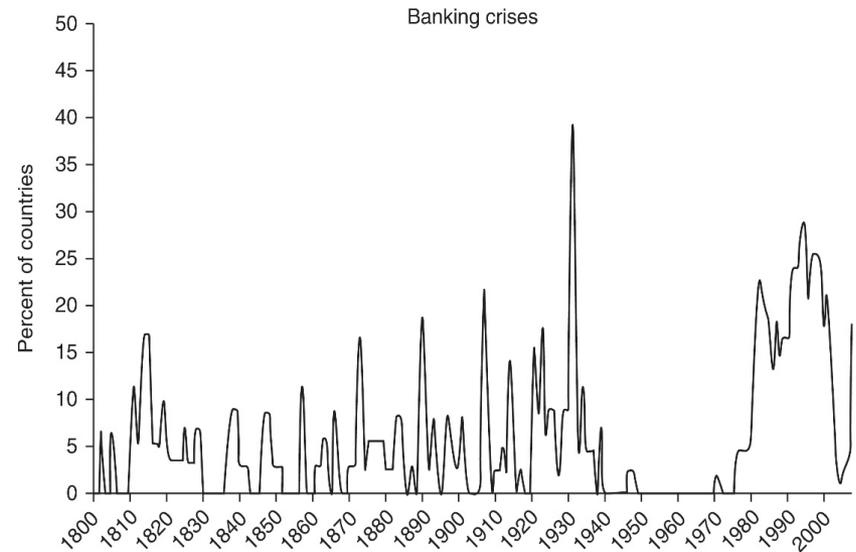
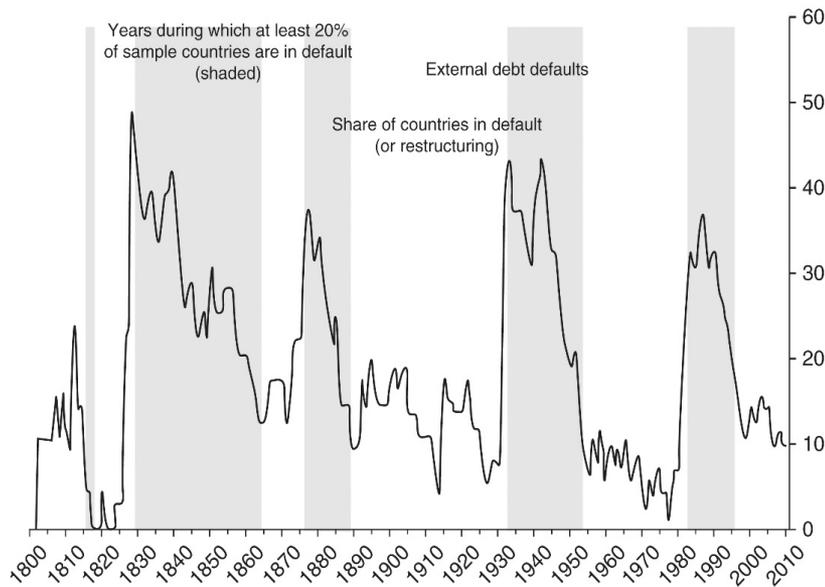
1. Introducción

Tipos de crisis financieras

- **Crisis bancaria:**
 - (Gran) parte del sistema bancario de un país es insolvente.
 - Sistémica y no sistémica.
- **Crisis soberana:**
 - Incumplimiento total de la deuda.
 - Acreedores del sector privado versus público.
- **Crisis monetaria:**
 - El valor de la moneda de un país cae vertiginosamente.
 - Países con tipo de cambio fijo vulnerables a crisis de confianza.

1. Introducción

Incidencia de las crisis financieras (¿esta vez es diferente?)

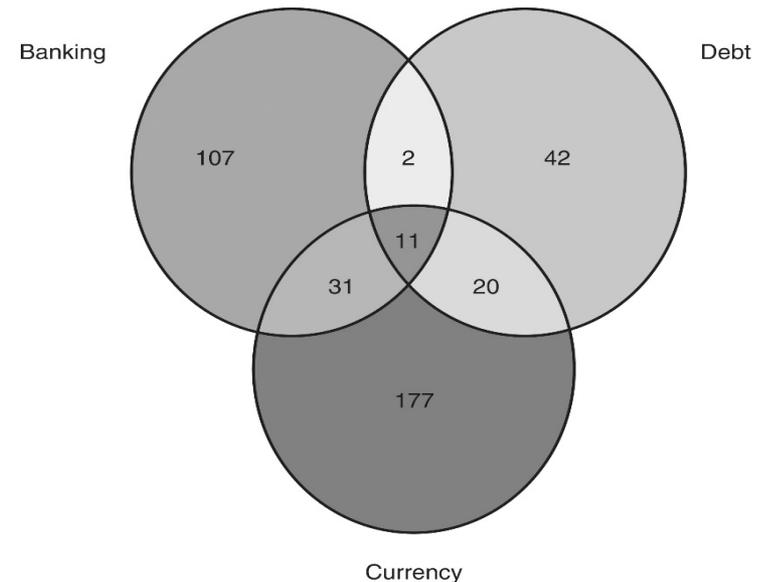


Fuente: De Haan, J.; Schoenmaker, D. & Wiertz, P. (2020): «*Financial markets and institutions*». A European perspective (4th Ed.). Cambridge. Cambridge University Press.

1. Introducción

Crisis financieras

- **Muchas crisis financieras, especialmente aquellas en países con tipos de cambio fijos, son dobles crisis:**
 - La depreciación de la moneda exacerba los problemas del sector bancario.
 - Las crisis bancarias a menudo preceden o acompañan a las crisis de deuda soberana.
- A veces, un país puede experimentar crisis tripe (i.e.: crisis bancaria, monetaria y de deuda soberana).
- Laeven y Valencia (2018) identifican 11 crisis triples entre 1970 y 2017. Las dobles crisis + frecuentes: crisis monetaria/bancaria y monetaria/de deuda (que crisis bancarias/de deuda).



Fuente: Laeven & Valencia (2018): «*Systemic Banking Crises Revisited*». IMF Working Paper. 18/206.

2. Teoría

Pánico bancario

- **En general, los modelos teóricos se suelen centrar en los activos o bien en el pasivo del balance bancario para explicar las crisis bancarias:**
 - A. Problemas en el pasivo** (i.e. obligaciones, deuda):
 - Los bancos transforman depósitos a corto plazo en préstamos a largo plazo.
 - Normalmente tienen suficientes reservas para gestionar la retirada de depósitos.
 - Sin embargo, durante un pánico bancario, los depositantes pierden la confianza en el banco y retiran sus depósitos en masa.
 - El banco se ve obligado a liquidar activos (precios de “remate”) → Si todos venden → No hay liquidez.
 - El pánico bancario se convierte en una profecía autocumplida. (Si nadie espera que un banco esté en crisis, también se cumplirá).
- Ocurrió en la década de 1930, pero también en 2007.

2. Teoría

Pánico bancario

B. Problemas en los activos:

- Los problemas bancarios surgen de un deterioro prolongado en la calidad de los activos (bases débiles).
 - Por ejemplo, el hundimiento de los precios inmobiliarios o un aumento de las quiebras en el sector no financiero.
- Para algunos autores las crisis son parte del ciclo económico:
 - Cuando la economía entra en recesión, los deudores tendrán dificultades para pagar sus préstamos. Se reducirá el valor de los activos de los bancos, aumentando la probabilidad de que los bancos sean incapaces de cumplir con sus compromisos.
 - Si los inversores/depositantes anticipan dificultades financieras en el sector bancario, intentarán retirar sus depósitos.
 - El resultado es el mismo, pero la causa diferente. Según esta interpretación, las crisis no son sucesos aleatorios, sino que se deben a la respuesta de los depositantes ante noticias negativas sobre la economía.

2. Teoría

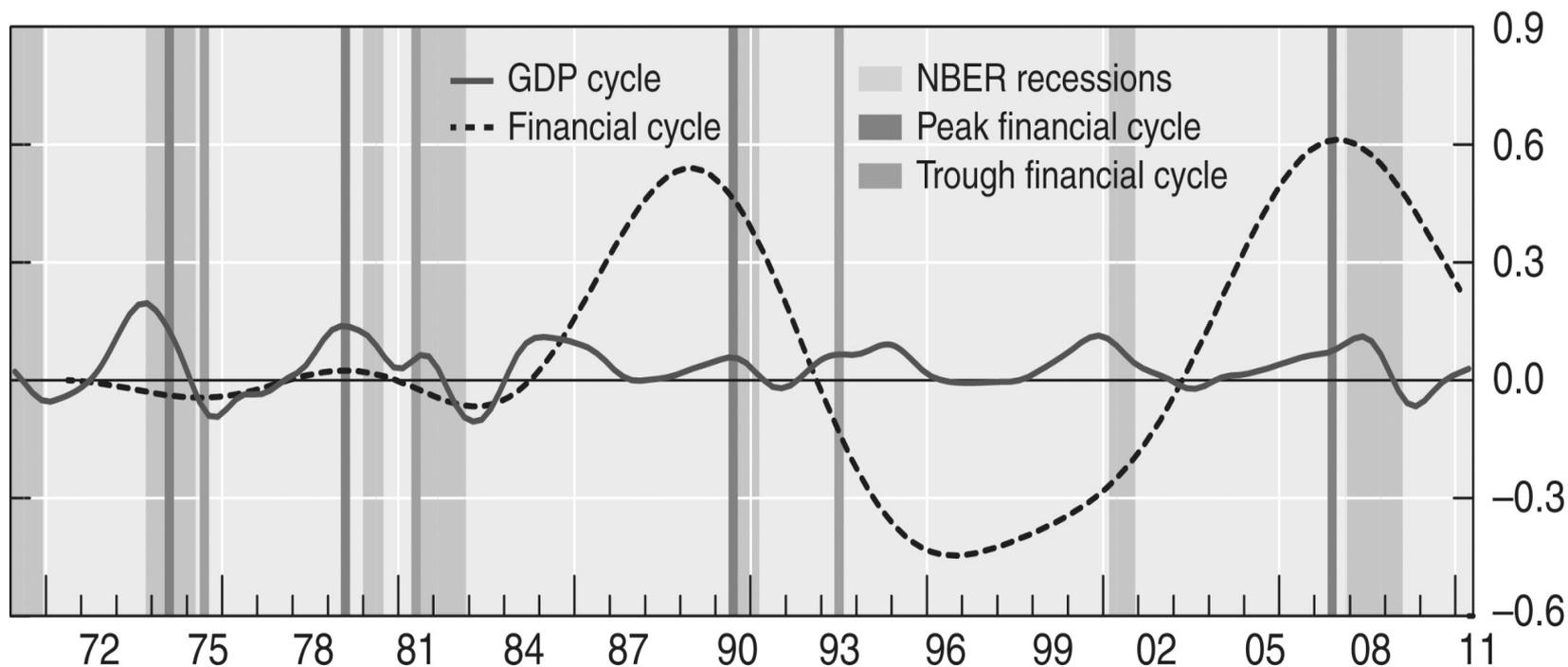
Minsky model (1986)

- La hipótesis de "inestabilidad financiera" de Minsky une el ciclo económico a las crisis financieras:
 - Inicialmente sus hipótesis fueron consideradas radicales pero la crisis de crédito de 2007-2009 ha reavivado el interés en sus teorías.
- El auge y caída del crédito empieza con un "desplazamiento" (i.e.: un shock exterior, exógeno al sistema macroeconómico):
 1. Expansión crediticia, caracterizada por el aumento de los precios de los activos.
 2. Euforia, caracterizada por "sobrecomercio".
 3. Angustia, caracterizada por fallos inesperados.
 4. Descrédito, caracterizado por la liquidación.
 5. Pánico, caracterizado por el deseo de dinero en efectivo.
- ¿En qué etapa estamos ahora?

2. Teoría

Prociclicidad

- Ciclo económico (línea negra) versus ciclo financiero (línea a rallas) en los EE.UU.



Fuente: De Haan, J.; Schoenmaker, D. & Wiertz, P. (2020): «*Financial markets and institutions*». *A European perspective*. (4th Ed.). Cambridge. Cambridge University Press.

3. Etapas de una crisis financiera

- **Las crisis financieras en las economías avanzadas suelen desarrollarse como un proceso con las siguientes etapas:**
 - A. Inicio de la crisis financiera.
 - B. Crisis bancaria.
 - C. Trampa del endeudamiento y posible deflación.

3. Etapas de una crisis financiera

A. Inicio de la crisis financiera

- **La crisis financiera puede comenzar de diversas maneras:**

- Errores en la gestión de la liberalización (eliminación de restricciones regulatorias en los mercados e instituciones financieras) e innovación financiera (nuevos activos financieros y vías de comercialización). El riesgo potencial de una errónea liberalización financiera es que puede llevar a la creación de un boom del crédito (exceso de liquidez) al distorsionar los incentivos de la gestión del riesgo crediticio.
- Creación de burbujas en los precios de los activos financieros.
- Incremento general de la incertidumbre de los agentes por los fallos y riesgos excesivos de las grandes instituciones y agentes financieros.

3. Etapas de una crisis financiera

A. Inicio de la crisis financiera

- Por cualquiera de estas vías, los bancos pueden tener incentivos para incrementar la exposición de sus préstamos al riesgo si interpretan que pueden obtener más beneficio (más interés) de sus préstamos. Sesgo por estimación al alza del beneficio pero no del riesgo (que, de facto, se infraestima).
- Sin una regulación ni una monitorización adecuada de los riesgos es un comportamiento relativamente reiterado por parte de los bancos.
- Sin embargo, si los riesgos son altos hay una mayor probabilidad de que se produzcan impagos en los préstamos, reduciendo el capital de los bancos. La reducción de capital provocará uno de los dos escenarios:
 - Una reducción de los futuros préstamos concedidos por la banca → Provocando el efecto acordeón (paso de una expansión del crédito o credit boom a una contracción o credit crunch).
 - El incremento de su exposición a los riesgos en la búsqueda de fondos que sustituyan el capital perdido → Lo que aumentaría el riesgo de todo el sistema financiero pudiendo alimentar aún más la potencial burbuja financiera.
- Efectos reforzados por la dinámica de creación de burbujas con el precio de ciertos activos (financieros o no financieros pero relacionados con operaciones financieras).

3. Etapas de una crisis financiera

B. Crisis bancaria

- El deterioro en sus balances puede llevar a algunas compañías financieras a la insolvencia.
- Si se quedan sin fondos para poder hacer frente a los pagos comprometidos llegarán a la bancarrota y el cierre, venta o rescate de la compañía.
- En casos en que este proceso se dé de manera intensa, con grandes bancos o múltiples entidades de crédito, se puede llegar a un pánico bancario en el que el comportamiento de los agentes acabe llevando a una quiebra generalizada del sistema financiero de un país (con posible transferencia internacional).

3. Etapas de una crisis financiera

C. Trampa del endeudamiento y posible deflación

- La crisis financiera, en caso de ser grave, puede causar una recesión económica que lleve incluso a una caída generalizada de los precios (deflación).
- Hablaríamos de una deflación inducida por el excesivo endeudamiento financiero (trampa del endeudamiento) en el caso en el que el inesperado deterioro de los balances y la riqueza neta de los bancos y las empresas en general sea causado por una deuda que no se pueda pagar o que requiera reducir drásticamente otros gastos para su pago. Este proceso reduciría inversiones, generaría desempleo, reduciría el consumo y ahorro de los hogares y agravaría la crisis deprimiendo incluso los precios.

4. Crisis financiera de 2007-2009

- **Hipotecas subprime (de alto riesgo):**

- Tarifas reducidas, asequibles para personas de bajos ingresos.
- Entorno de tipos de interés bajos.
- 20% de las hipotecas emitidas en EEUU en 2005-2006.

- **Titulizaciones (CDOs, MBS, etc.):**

- Para los bancos, los préstamos de alto riesgo eran atractivos (alta tasa de interés y baja tasa de morosidad).
- Los bancos vendían estos instrumentos (sin incentivo para monitorear).
- Agencias de calificación crediticia - Triple A.
- Los inversores estaban comprando sin comprobar.

4. Crisis financiera de 2007-2009

- En 2004, la Reserva Federal empieza a subir los tipos de interés de 1% a 5.25% (mantener la inflación bajo control) → + Caro comprar casa → Caída de los precios de la vivienda (se rompe la burbuja inmobiliaria).
- **Estallido de la burbuja inmobiliaria:**
 - Cuando los precios de la vivienda comenzaron a caer en 2006, muchos propietarios de hipotecas de alto riesgo no pudieron refinanciar su hipoteca e incumplieron con los pagos.
 - La crisis de 2007-2009 comenzó después del estallido de la burbuja del mercado inmobiliario estadounidense, que obligó a los bancos a amortizar varios cientos de millones de dólares en préstamos incobrables causados por la morosidad hipotecaria, especialmente en la parte subprime (= de alto riesgo) del mercado.

4. Crisis financiera de 2007-2009

- **Expansión del sector financiero:**

- Expansión del sistema bancario en la sombra:
 - Bancos de inversión.
 - Fondos especulativos.
 - Etc.

- **Los proveedores de préstamos de alto riesgo agruparon los préstamos hipotecarios y los vendieron a inversores a través de obligaciones de deuda garantizadas (CDOs):**

- CDO se utilizaron para agrupar hipotecas con diferentes grados de riesgo.
- No había incentivo para realizar una verificación crediticia adecuada.

- Proceso de agrupación, empaquetado y reventa de préstamos como valores se conoce como titulización.

4. Crisis financiera de 2007-2009

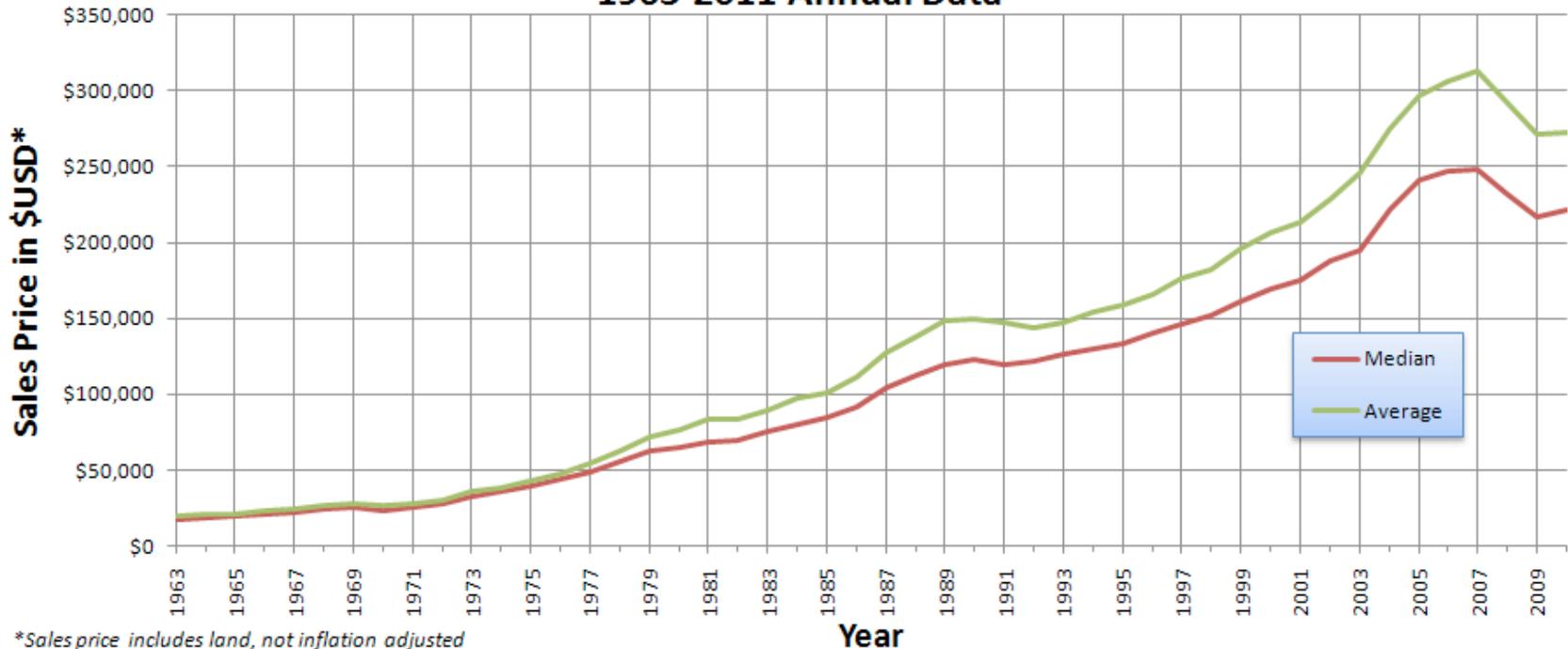
- **Expansión del sector financiero:**

- Agencias de calificación crediticia → Evaluación de riesgo inadecuada.
- Titulización condujo a un crecimiento notable en el tamaño relativo de los servicios financieros → Aumento en el apalancamiento total del sistema.
- Papel clave del apalancamiento:
 - ¿Quién debería controlar la expansión del crédito?
- La causa subyacente de la crisis es macroeconómica:
 - Estallido de la burbuja del mercado inmobiliario de Estados Unidos.

4. Crisis financiera de 2007-2009

Burbuja del mercado inmobiliario de Estados Unidos

**Median and Average Sales Prices of New Homes Sold in the U.S.
1963-2011 Annual Data**



Fuente: U.S. Census Bureau New Sales Residential Index.

4. Crisis financiera de 2007-2009

- **Gestión de la crisis:**

- Primero, quiebra de Lehman Brothers.
- Después, rescate de American International Group (AIG).
- EE.UU.: Troubled Asset Relief Program (TARP).
- La crisis en Estados Unidos se extendió rápidamente a Europa.
- Europa: plan de acción:
 - Liquidez del BCE para financiación a corto plazo.
 - Garantía gubernamental para financiación a medio plazo.
 - Recapitalización de bancos.
- ¿Estados Unidos y Europa hicieron lo suficiente?:
 - Papel de los test de estrés (o pruebas de resistencia) para recuperar la confianza en el sector bancario.

4. Crisis financiera de 2007-2009

• Causas de la crisis financiera global 2007-2009:

- El epicentro de la crisis financiera global estuvo en el principal mercado financiero de EE.UU.: Wall Street.
- Principales causas:
 - A. Innovación financiera en el mercado hipotecario.
 - B. Problemas de agencia en el mercado hipotecario.
 - C. Asimetría de información en el proceso de calificación del riesgo crediticio.
- Factores complementarios: liberalización financiera excesiva a escala tanto nacional como internacional, políticas monetarias (exuberancia irracional) y fiscales tendentes a reforzar las burbujas, proceso generalizado de globalización y erosión del marco tradicional del Estado-nación, procesos socioeconómicos de acumulación e incremento de las desigualdades...

4. Crisis financiera de 2007-2009

A. Innovación financiera en el mercado hipotecario

- Desde el año 2000 los bancos relajaron el perfil de solvencia de los clientes en la concesión de préstamos hipotecarios. Más créditos hacia hogares de mayor riesgo.
- Por otra parte, la innovación financiera condujo la gestión de los activos hipotecarios hacia la titulización hipotecaria y su comercialización.
- Estos factores llevaron a la crisis de las hipotecas subprime y a su difusión internacional a través de los mercados financieros.

4. Crisis financiera de 2007-2009

B. Problemas de agencia en el mercado hipotecario

- Los bancos concedían las hipotecas pero luego podían crear con ellas activos ligados al proceso de titulización que vendrían a los inversores. Con esto, los bancos (agentes) descargaron el riesgo en los inversores (principales), tenían beneficio pero no soportaban todo el riesgo (si vendían los activos hipotecarios, ¿por qué preocuparse de si los hipotecados pagaban el préstamo?).
- Esto condujo a una carrera hacia la búsqueda de más hipotecas aunque fuera con perfiles de riesgo creciente. Problema de selección adversa ligado al problema de principal-agente: se animaba a contratar hipotecas a hogares que no debían endeudarse.
- Fallo en la regulación al reforzar este proceso en lugar de controlarlo o limitarlo.

4. Crisis financiera de 2007-2009

C. Asimetría de información en el proceso de calificación del riesgo crediticio

- Las agencias de calificación crediticia son las responsables de realizar la calificación de los activos financieros ligados a la deuda en términos de la probabilidad de impago. Las tres principales agencias de calificación crediticia son: Standard & Poor's, Moody's and Fitch.
- Conflicto de intereses de estas agencias: a la vez que eran las encargadas de realizar la calificación eran contratadas por los bancos para aconsejar sobre cómo crear y comercializar instrumentos financieros complejos.
- No realizaron su trabajo de calificación de forma precisa ni realista (consideraron de poco riesgo activos de alto riesgo).
- Sus decisiones influyen en los inversores de todo el mundo. Por lo que contribuyeron a que se difundiera el riesgo por la comercialización excesiva de activos de alto riesgo.

4. Crisis financiera de 2007-2009

Moody's		S&P		Fitch		
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime
Aa1		AA+		AA+		High grade
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Upper medium grade
A2		A		A		
A3		A-		A-		
Baa1	P-3	BBB+	A-2	BBB+	F2	Lower medium grade
Baa2		BBB		BBB		
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B	Non-investment grade speculative
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Highly speculative
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa1	Not prime	CCC+	C	CCC	C	Substantial risks
Caa2		CCC				Extremely speculative
Caa3		CCC-				Default imminent with little prospect for recovery
Ca		CC				
C	C					
/	Not prime	D	/	DDD	/	In default
/				DD		
/				D		

4. Crisis financiera de 2007-2009

• ¿Por qué se convirtió en una gran crisis financiera?:

– Características del sistema financiero:

A. Fuerte expansión del sector financiero: apalancamiento.

B. Cadena de intermediación larga: titulización.

C. Fuertes interconexiones: contagio.

D. Sin control del desarrollo global: lado macro.

– Por tanto, ¿qué paso?:

A. Los balances (de inversión) de los bancos – falta de transparencia.

B. División de hipotecas (de alto riesgo) en varios tramos.

C. AIG (seguros) vendía protección crediticia y los bancos europeos estaban presentes en EE.UU. O compraban CDO en EE.UU.

D. Aumento de los precios de la vivienda con bajas tasas de interés.

4. Crisis financiera de 2007-2009

- **Efectos de la crisis financiera 2007-2009:**

- El principal impacto financiero de la crisis se dio en las siguientes áreas:
 - A. Hundimiento del mercado hipotecario (vivienda).
 - B. Pérdidas en los balances de las entidades financieras.
 - C. Depresión de los mercados de valores.
 - D. Cierres de grandes bancos.
 - E. Extensión de la crisis a los mercados financieros globales.

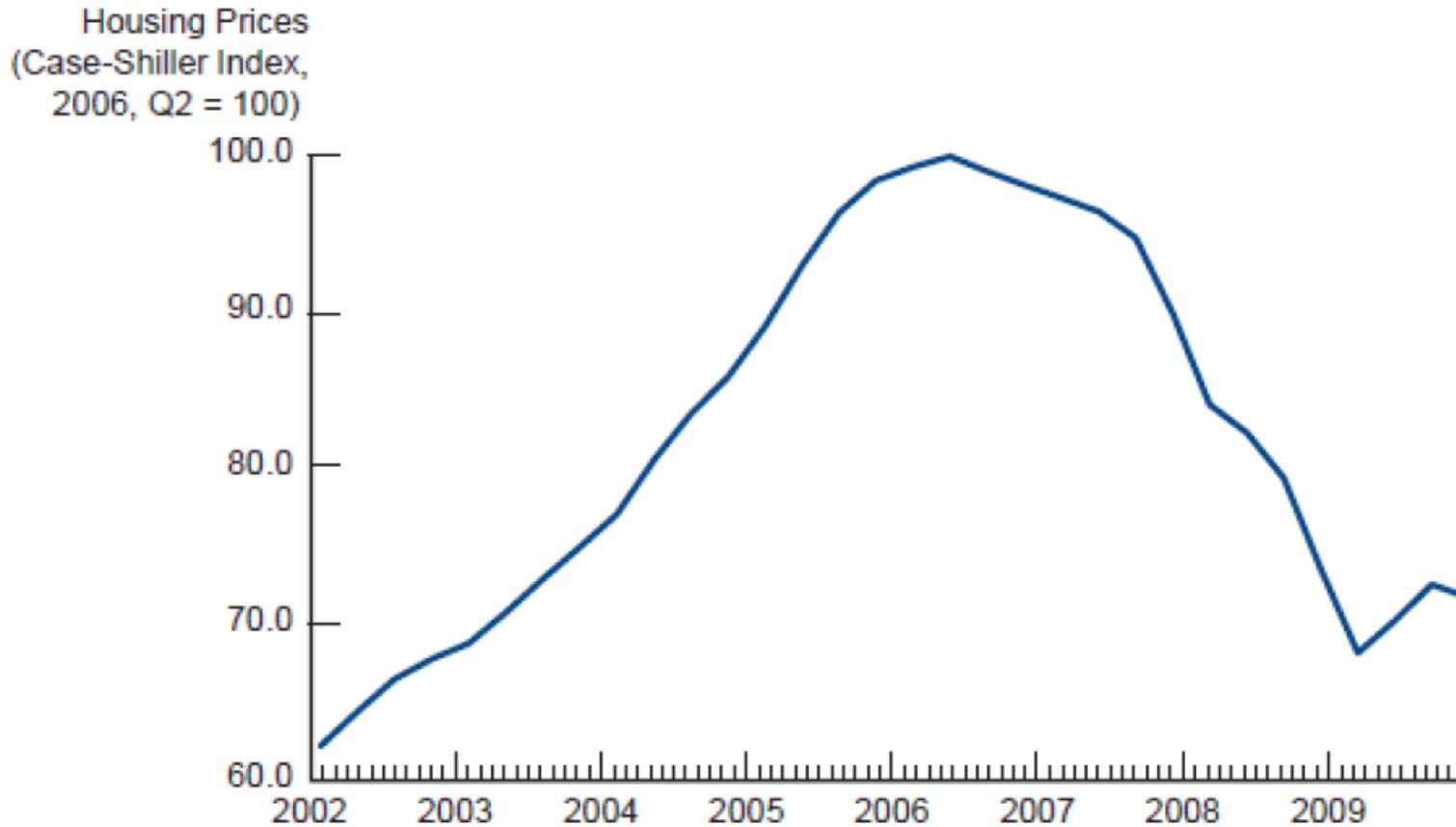
4. Crisis financiera de 2007-2009

A. Hundimiento del mercado hipotecario (vivienda)

- **Explosión de la burbuja hipotecaria:**

- Intensa expansión del mercado hipotecario (debida a los bajos tipos de interés de las hipotecas, la intensa actividad comercializadora de la banca, la desregulación llevada a cabo por decisiones políticas y el proceso especulativo en torno a la vivienda) y muy intenso crecimiento del precio de la vivienda.
- Posterior explosión de la burbuja, dado lo insostenible del proceso, que atrapó a muchos hogares en una situación en la que su deuda hipotecaria es superior al valor de la vivienda: impago, serios problemas para el pago (reducción significativa de otros gastos) y sobreendeudamiento.

4. Crisis financiera de 2007-2009



Housing Prices in USA (2002-2010). **Fuente:** Mishkin & Eakins (2016): 217.

4. Crisis financiera de 2007-2009

B. Pérdidas en los balances de las entidades financieras

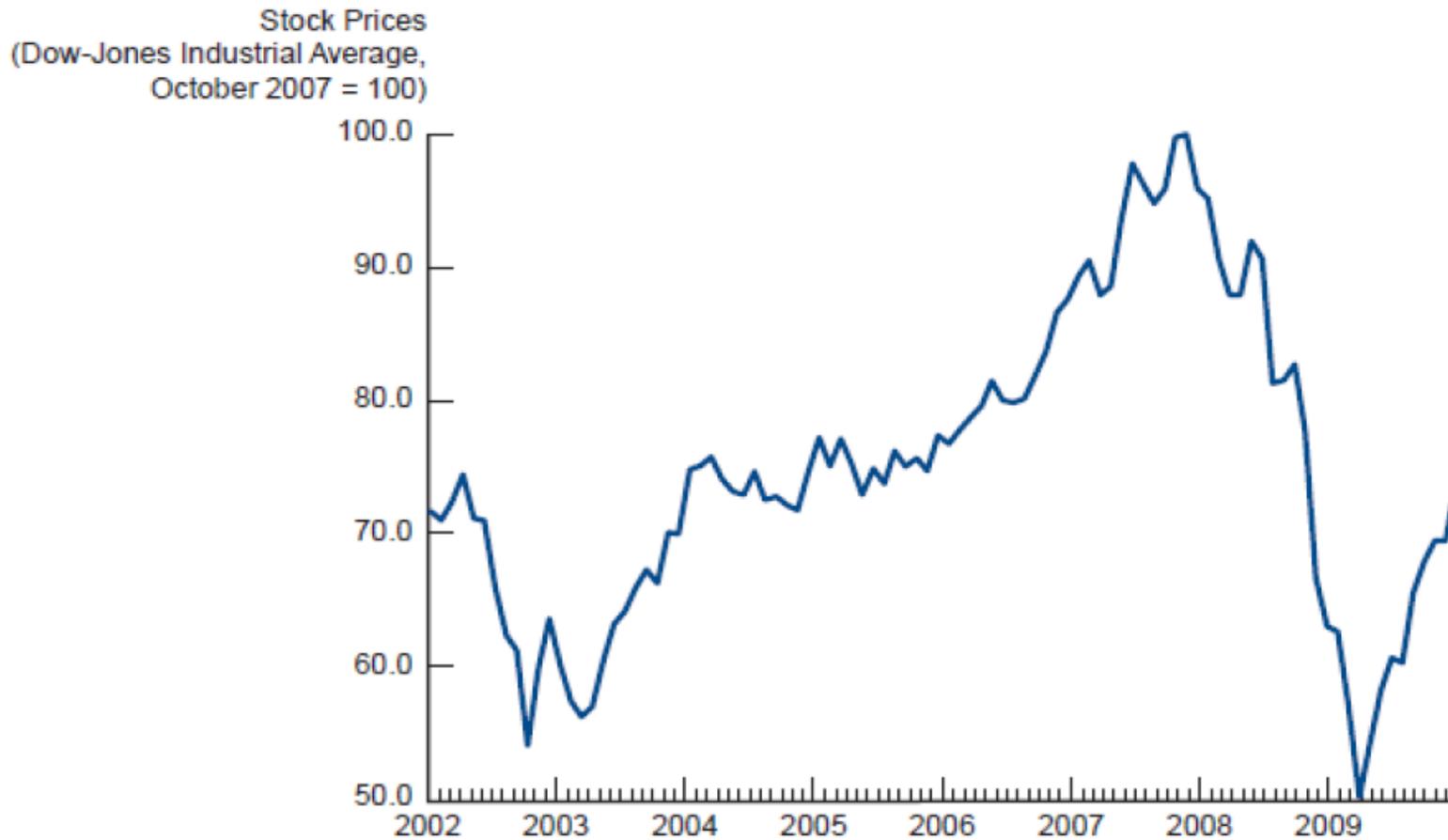
- La caída en los precios de las viviendas y la gran importancia de las operaciones hipotecarias en los balances de las entidades financieras llevaron a que los impagos de los préstamos hipotecarios repercutieran negativamente en los balances de las entidades financieras.
- En los mejores casos se reducían beneficios y el capital disponible para los negocios futuros. En muchos otros casos llevaron a pérdidas en las entidades financieras.
- La respuesta de estas fue la reducción de los créditos (proceso de desapalancamiento), la búsqueda de capital (incluso incrementando el riesgo para ello), la venta de activos (llegando en ocasiones a vender partes de la propia entidad o la entidad al completo) o la bancarrota (y cierre o rescate público).
- La reducción de los préstamos concedidos por los bancos, afectados por la crisis, agravó considerablemente la crisis económica al provocar una escasez de capital.

4. Crisis financiera de 2007-2009

C. Depresión de los mercados de valores

- La crisis y el deterioro de los balances empresariales llevaron a un hundimiento de los mercados financieros, que en algunos casos tuvieron caídas superiores al 50% entre el otoño de 2007 y la primavera de 2009.
- La caída se reforzaba por el empeoramiento de los resultados empresariales, el incremento de la incertidumbre y la falta de crédito para inversiones.

4. Crisis financiera de 2007-2009



Stock Prices in USA (2002-2010). **Fuente:** Mishkin & Eakins (2016): 219.

4. Crisis financiera de 2007-2009

D. Cierres de grandes bancos

- La dureza de la crisis financiera acabó siendo tan intensa que llevó a grandes bancos a la situación de bancarrota.
- En marzo de 2008, Bear Stearns (el 5º banco de inversión del mundo) fue vendido a J.P Morgan por menos del 5% del valor que tuvo antes de la crisis, fruto de su exposición a los activos ligados a las hipotecas subprime. En una operación apoyada con 30.000 millones de \$ de la Reserva Federal.
- En septiembre del mismo año, Fannie Mae y Freddie Mac fueron intervenidos por el Gobierno de EE.UU.
- Ese mismo mes, Merrill Lynch (el 3º banco de inversión del mundo) anunció pérdidas multimillonarias y su venta al Bank of America a un precio un 60% inferior al que tenía un año antes.

4. Crisis financiera de 2007-2009

D. Cierres de grandes bancos

- Un día después, también a causa de las pérdidas derivadas de la crisis subprime, Lehman Brothers (el 4º banco de inversión del mundo) se declaró en bancarrota, constituyendo la mayor bancarrota de la historia de EE.UU. (una empresa de más de 600.000 millones de \$ en activos y 25.000 trabajadores).
- La Reserva Federal optó por dejar caer a Lehman Brothers (hasta entonces considerado demasiado grande para ello) intentando poner coto al riesgo moral y la selección adversa. A la par, el Congreso de EE.UU. aprobó en septiembre de 2008 un paquete de acción frente a las bancarrotas de 700.000 millones de \$. Sirvió, junto a la política monetaria de la Fed, para que no se derrumbara el sistema financiero, pero la crisis de los mercados financieros de Wall Street siguió acelerándose y el PIB de EE.UU. se redujo provocando un alto desempleo llevando a la economía estadounidense a la recesión.

4. Crisis financiera de 2007-2009

E. Extensión de la crisis a los mercados financieros globales

- Aunque el estallido de la crisis se produjo en EE.UU., esta se extendió rápidamente por el mundo, especialmente hacia las economías más desarrolladas.
- Gran parte de las condiciones para que se diera la crisis financiera en EE.UU. se repetían en otros países, especialmente de la UE.
- Entre agosto y septiembre de 2007 se produjeron problemas en grandes bancos franceses y británicos (como los problemas en los pagos del BNP o la quiebra del Northern Rock, que supuso la mayor quiebra bancaria del Reino Unido). Los problemas se extendieron progresivamente a las entidades financieras de Alemania, Bélgica, Países Bajos, Italia, Grecia, Irlanda, España...

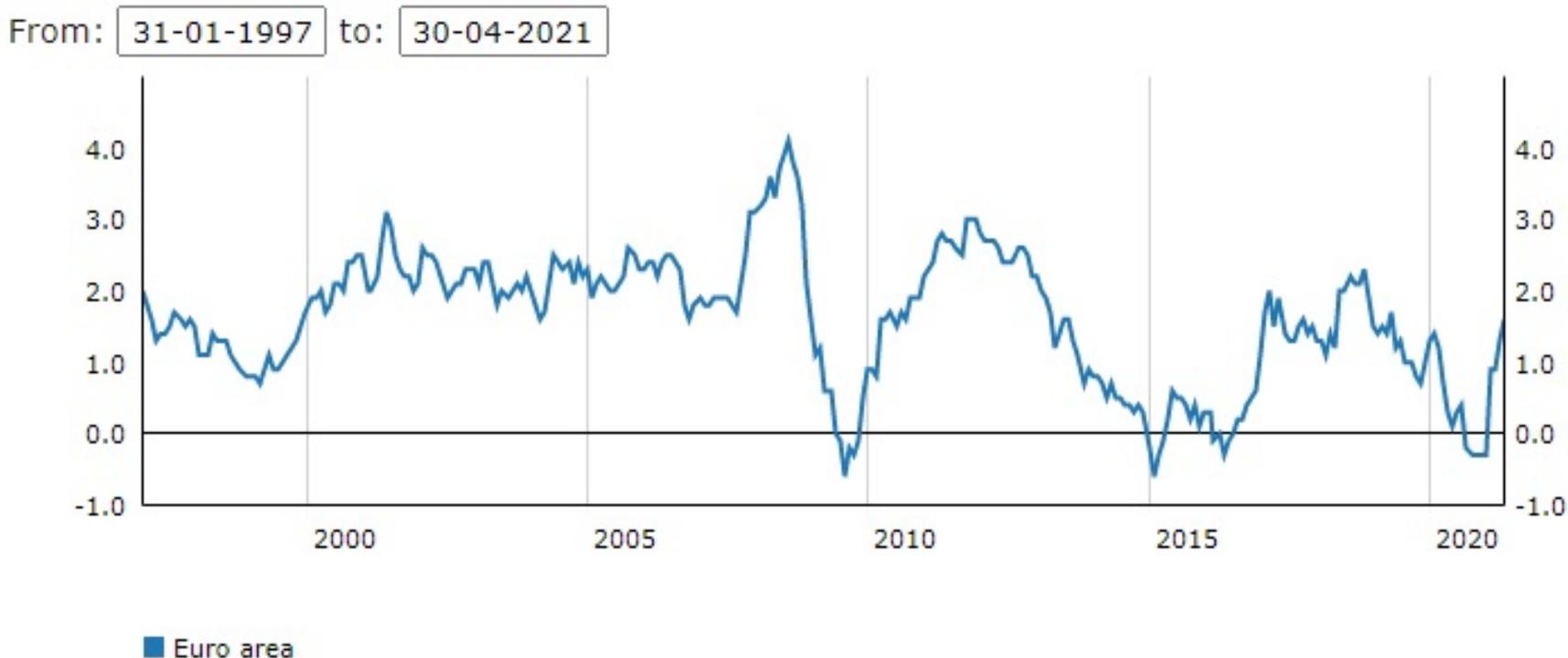
4. Crisis financiera de 2007-2009

E. Extensión de la crisis a los mercados financieros globales

- A pesar de las inyecciones de liquidez del BCE (más tímidas que las de la Fed) los problemas persistieron y se agravaron.
- No se cortó adecuadamente el problema, a nivel de las entidades de crédito, y nuevas entidades anunciaban de manera continua pérdidas multimillonarias o la imposibilidad de hacer frente a los pagos. De manera paralela, la crisis financiera y la económica se retroalimentaban en la UE y a los problemas de impagos en las entidades financieras y las empresas privadas se les sumó la de la recesión económica, el desempleo y los problemas en la sostenibilidad de las finanzas nacionales (Grecia, Irlanda, Portugal, España, Italia...).
- En la UE la crisis financiera y económica superó la gravedad de la misma en EE.UU.
- Repercusión de la crisis financiera internacional mucho más allá de 2009... hasta hoy en día.

5. Impacto en la UME

Tasa de inflación en la eurozona



Fuente: European Central Bank (2021).

6. Conclusiones

Reacción política

- **Crisis financiera:**
 - Parte del sistema bancario – insolvente.
 - Teoría: raíz en el ciclo económico.
 - Prevención → Estabilidad financiera.

- **Gran crisis financiera 2007-2009:**
 - Los factores macroeconómicos también son importantes.
 - Política proactiva (fuertes pruebas de estrés).