

MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO

La crisis financiera actual: la crisis subprime y la situación particular de la
economía española

(Current financial crisis: the subprime crisis and the particular situation of the
Spanish economy)

Autor/a: D/D^a Elisa Hormiga Martín

Tutor/a: Dra. Flora M^a Díaz Pérez

Grado en Administración y Dirección de Empresas
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
Curso Académico 2013 / 2014

San Cristóbal de la Laguna, 8 de Septiembre de 2014

D./Dña. Flora M^a Díaz Pérez profesora del Departamento de Economía Aplicada y Métodos Cuantitativos.

HACE CONSTAR QUE:

La presente Memoria de Trabajo Fin de Grado titulada **LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL: LA CRISIS SUBPRIME Y LA SITUACIÓN PARTICULAR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

y presentada por el/la alumno/a Elisa Hormiga Martín, realizada bajo mi dirección, reúne las condiciones exigidas por la Guía Académica de la asignatura para su defensa.

Para que así conste y surta los efectos oportunos, firmo la presente en La Laguna a cuatro de septiembre de dos mil catorce.

El/La tutor/a o Los/as tutores/as



Fdo: D./Dña Flora M^a Díaz Pérez

ÍNDICE

1. Introducción.....	pág. 6
2. Del Neoliberalismo al Keynesianismo	pág. 7
3. Origen y transmisión de la crisis subprime.....	pág. 9
3.1. El origen de la crisis subprime.....	pág. 10
3.2. Transmisión internacional. Titulización y mecanismos de crédito estructurado.....	pág. 11
3.2.1. Desencadenantes de la crisis financiera. Burbuja de activos...	pág. 11
3.2.2. Modelo de “originar para distribuir”.....	pág. 12
3.2.3. Titulización de hipotecas subprime.....	pág. 14
3.2.4. Las Agencias de Calificación.....	pág. 15
3.2.5. Contagio de los MBS subprime al resto del mundo.....	pág. 16
4. La fase expansiva.....	pág. 17
4.1. El crecimiento de la economía española.....	pág. 17
4.2. El crecimiento de la población y aumento de la población activa	pág. 20
4.3. Empleo y productividad.....	pág. 22
4.4. Expansión inmobiliaria.....	pág. 24
4.5. Los desequilibrios.....	pág. 26
3.5.1. Aspectos macroeconómicos.....	pág. 26
3.5.2. El sector inmobiliario.....	pág. 28
3.5.3. El endeudamiento de familias y empresas.....	pág.29
5. Consecuencias.....	pág. 30
6. Soluciones posibles a la crisis actual.....	pág. 30
7. Conclusiones.....	pág. 31
8. Bibliografía.....	pág. 33
9. Anexo.....	pág. 35

ÍNDICE DE TABLAS, CUADROS Y GRÁFICOS

Gráfico 3.1. Indicador de confianza del consumidor.....	pág. 10
Cuadro 3.1. Titulización y cédulas en España.....	pág. 12
Cuadro 2.1. Diferencias entre el pensamiento neoclásico y el keynesianismo.....	pág. 8
Tabla 4.1. Evolución del PIB per cápita	pág. 18
Tabla 4.2. Inmigración en varios países europeos. Porcentaje de población extranjera respecto a la población total (1998-2008).....	pág. 20
Tabla 4.3. Crecimiento de la población.....	pág. 21
Gráfico 4.1. Mercado de trabajo.....	pág. 21
Gráfico 4.2. La evolución del empleo en España.....	pág. 23
Gráfico 4.3. Gasto en I+D.....	pág. 24
Gráfico 4.4. Evolución del precio de la vivienda (1996-2009).....	pág. 25
Gráfico 4.5. La construcción en España.....	pág. 26

Resumen

Tras un largo periodo de crecimiento de las economías mundiales, en 2007 estalló una grave crisis financiera comparable con la Gran Depresión originada por el Crack del 29. La crisis económica ha sido singular por su intensidad, complejidad y por las dificultades para su superación. El objetivo de este trabajo es analizar los factores que han determinado que la crisis haya adquirido en España una profundidad y duración superiores a las de episodios anteriores y que la salida de la recesión esté encontrando obstáculos significativos, junto a una explicación exhaustiva del origen de dicha crisis y sus mecanismos de transmisión. La pertenencia de España en la UEM es un aspecto importante a considerar, pues contribuye a explicar la acumulación de desequilibrios. Esta crisis tuvo su origen en las malas prácticas del sistema financiero estadounidense, sin embargo, el nivel de globalización en el que vive el mundo en la actualidad hizo que rápidamente se propagara a nivel internacional.

Palabras clave: crisis financiera, crisis económica, productividad, PIB, tasa de desempleo, políticas económicas, titulización de activos.

Abstract

After a long period of growth in the world economies in 2007 broke a serious financial crisis comparable to the Great Depression originated by Crack of 29. The economic crisis has been singular given its intensity, complexity and the difficulties in overcoming it. The aim of this paper is to analyse the determinants behind the crisis that have made it deeper and longer in Spain than in previous instances, and which have meant that there are significant obstacles to emerging from recession, with a comprehensive explanation of the origin of the crisis and its transmission mechanisms. Spanish EMU membership is a crucial aspect for consideration, it contributes to explaining the build-up of imbalances. This crisis had its origin in the bad practices of the U.S. financial system, however, the level of globalization in which the world is today made rapidly spreading internationally.

Keywords: financial crisis, economic crisis, productivity, GDP, unemployment rate, economic policies, asset-backed securities

1. INTRODUCCIÓN

La economía mundial está experimentando la peor crisis financiera a escala global que se recuerda desde la gran depresión de los años treinta del siglo XX. Desde su inicio en el verano de 2007 los acontecimientos se han precipitado de manera vertiginosa, de tal manera que, hoy por hoy, todavía no parece haberse encontrado un final. Esta crisis ha puesto de manifiesto algunas deficiencias graves del sistema económico y financiero mundial (González, M. E. A., 2008). Se ha visto como los gobiernos no han sabido observar los síntomas de una economía debilitada que estaba a punto de colapsarse y, posteriormente, tampoco han sabido reaccionar rápidamente a los acontecimientos que se han precipitado.

Esta investigación se centrará en el estudio de la crisis económica internacional que, dada su repercusión en el mundo actual, se ve necesario reflexionar sobre las causas y las consecuencias de la misma. Para ello hemos observado esta situación a través de dos contextos: primero, un estudio de la etapa expansiva de la economía española, y segundo, un estudio más profundo del origen de la actual crisis.

En esta crisis ha tenido una especial importancia el sector inmobiliario y la burbuja que se ha creado alrededor de él, ya que un primer desencadenante de la crisis actual ha sido la burbuja de precios de la vivienda y el inmobiliario, que explotó en EEUU en 2006. Desde la Segunda Guerra Mundial, la economía ha crecido sin parar; pero lo que no tuvieron en cuenta es el hecho histórico y fundamental, de que todo en economía es cíclico y que hay una tendencia a medio plazo a una reversión a la media de cada momento (Dehesa, 2009).

El proceso que ha mostrado la economía mundial en el siglo XX ha sido el mayor y más espectacular de la historia. En las últimas décadas, las recesiones han ido siendo cada vez menos profundas y más cortas, mientras que, por el contrario, los periodos de auge han ido siendo cada vez más altos y mas largos. Durante la etapa expansiva, la economía mundial ha contado con un crecimiento del PIB 7 veces superior en dicho siglo que en el conjunto de los 19 siglos anteriores. Sin embargo, de repente, en el siglo XXI el mundo se encuentra con la recesión más grave y larga desde la Gran Depresión, siendo muy pocos los economistas capaces de preverla y muchos menos los capaces de prever su gravedad.

En la última década, se han vivido dos grandes burbujas de activos, una financiera en 2000 (dot-com) y otra real en 2007 (vivienda), con sus consiguientes grandes desplomes un año más tarde. Asimismo, existe un creciente consenso en que, la mejor política ante dichas burbujas, es que la política monetaria se mantenga inclinada a favor del viento, para hacerlas perder fuerza y, que la política fiscal intente eliminar cualquier tipo de incentivo impositivo que pueda tener la compra de activos financieros o de vivienda u otros activos inmobiliarios para quitarles fuerza a sus aumentos de precios

Durante los seis años anteriores al estallido de la burbuja el sistema bancario estadounidense estaba realizando una práctica denominada crédito *subprime* en la que se

concedían préstamos hipotecarios a personas de dudosa solvencia y que comenzaban con intereses muy bajos que luego se elevaban fuertemente. El sistema bancario vendía, además, a los inversores de todo el mundo unos paquetes que incluían estas hipotecas de riesgo. Cuando llegó el momento en el que los intereses se dispararon, los propietarios de estas hipotecas se vieron incapaces de hacerles frente. Esta situación empezó a propagarse por todo el mundo ya que afectaban a esos paquetes financieros que habían transmitido por el sistema financiero mundial. El sistema bancario comenzó a verse gravemente afectado, teniendo que llegar a recurrir a la ayuda del estado y en los casos en los que se negó esa ayuda produciéndose la quiebra. Como respuesta a esta situación el sistema bancario cerró prácticamente el flujo de financiación. Esto empeoró aún más la situación disminuyendo el dinero en circulación lo que produjo una caída en picado de la demanda.

Todo esto ha sido una combinación fatídica: por un lado, la caída de los precios de la vivienda en EEUU, tras décadas sin dejar de crecer; por otro, una decisión política que hizo que los créditos *subprime* aumentaran exponencialmente; por otro, un desarrollo masivo de la titulización de dichos créditos y de muchos otros, y finalmente, la compra por parte de los bancos de muchos países de dichas titulizaciones con mayor riesgo. La combinación de dichos factores ha sido el principal desencadenante de esta crisis. Los bancos se lanzaron a una carrera desenfrenada hacia la acumulación de riesgo de crédito, de riesgo de tipo de interés y de riesgo de transformación de plazos que han pagado muy cara.

Por otro lado, las causas de esta profunda crisis no son debidas únicamente a las prácticas estadounidenses sino que en Europa también se estaban llevando a cabo la concesión de préstamos a personas con dudosa solvencia que al desatarse la crisis económica actual no han podido responder ante ellos. Además, la entrada del euro en la Unión Europea años anteriores vino a contribuir a la caída de Europa en la recesión, lo cual debilita aún más a la economía mundial. La implantación de una moneda única en países con distinta situación económica y financiera, unificando así los tipos de interés, hizo que aquellos países que inicialmente tenían tipos de interés especialmente elevados se dejaran llevar por el atractivo que despertaban los nuevos tipos de interés, resultado de la implantación de la moneda única, tomando prestado más de lo que podían devolver. Estos préstamos estaban financiados en su mayoría por bancos de Alemania y de otros países con tipos de interés tradicionalmente bajos, siendo esta la razón por la cual la situación de los países periféricos de Europa afecta al sistema bancario europeo en su conjunto (Paul Krugman, 2011). En la actualidad el sistema bancario sigue con “pies de plomo” y sus requisitos para ofrecer financiación son cada vez más elevados.

2. DEL KEYNESIANISMO AL NEOLIBERALISMO

El neoliberalismo ha sido la corriente de pensamiento económica aplicada durante los últimos 25 años en la política económica y el pensamiento público. Este pretende excluir al Estado de la participación y del control sobre el mercado. Actualmente es asociado con la Escuela de Economía de Chicago, en la que se privilegia la eficiencia del mercado competitivo, el papel de los individuos en la determinación de los resultados económicos y las distorsiones asociadas con la intervención y regulación gubernamentales en los mercados (Palley Thomas, 2009). El fundamento de dicha escuela afirma que las

economías se ajustan de forma automática al pleno empleo, de manera que el uso de políticas para incrementar el empleo genera inflación.

Existen dos principios críticos a esta teoría: la teoría de la distribución del ingreso, en la que afirma que los factores de producción se pagan conforme a su valor; y la teoría de la determinación del empleo agregado, en la que señala que los mercados libres no permiten que se desperdicie los factores de producción que son valiosos, realizando un ajuste de los precios para asegurar la demanda y el empleo de todos los factores.

Este tipo de filosofía contrasta con el aplicado en el período 1945-1980, el keynesianismo, que surgió de las innovaciones que Keynes planteó respecto al pensamiento neoclásico. A partir de aquí el keynesianismo niega la existencia de mecanismos automáticos de regulación de la actividad económica, y acepta, por tanto, la necesidad de intervención del Estado para corregir los desequilibrios permanentes. Atribuye al Estado un papel relevante en la coordinación económica y en la asignación y distribución de recursos.

Por lo tanto, el keynesianismo postula dos tesis:

5. Los mercados no alcanzan automáticamente el nivel de eficiencia y de equilibrio. La economía no logra el nivel pleno de empleo debido a la falla macroeconómica entre la oferta y la demanda agregada (DA), y entre ahorro e inversión. Esto no permite la coordinación entre mercados y agentes, produciendo así un desequilibrio entre el nivel de empleo y la capacidad productiva de la economía.
6. Existe un desajuste en el intercambio entre las elecciones individuales y las sociales. Se produce la emersión de inestabilidad económica, incertidumbre y desperdicio de recursos debido en gran parte a que el mecanismo de los precios, por sí sólo, no garantiza la asignación de recursos y la maximización del bienestar social.

En realidad, la política keynesiana va más allá de la propuesta de aumento del gasto público, incluyendo un manejo más complejo de la política económica que involucra distintos instrumentos y objetivos, muchas veces contradictorios, que además plantean disyuntivas sociales, de modo que la elección de las políticas públicas se convierte en un problema importante. La elección de los instrumentos de política económica depende de los componentes de la demanda sobre los que se quiere influir y del conjunto de circunstancias económicas, sociales, políticas y temporales (Moreno Ayala, 2005).

Las innovaciones que plantea Keynes respecto al universo neoclásico son las siguientes:

Cuadro 2.1. Diferencias entre el pensamiento neoclásico y el keynesianismo

VARIABLE	PENSAMIENTO NEOCLÁSICO	KEYNESIANISMO
Comportamiento de las empresas respecto al empleo	La demanda de trabajo aumenta con el descenso de los salarios y viceversa.	La demanda de empleo depende del nivel global de producción y el salario es una variable exógena que depende de las negociaciones entre empresarios y sindicatos.
La inversión	Depende del tipo de interés, cuya variación permite encontrar el equilibrio entre ahorro e inversión	Depende de la demanda efectiva, fruto de la demanda prevista por los empresarios. Por tanto, tiene un papel secundario en la función de consumo

La oferta de trabajo	Aumenta cuando lo hace el salario real	Depende del nivel de la población activa y de las costumbres sociales del empleo
Nivel de consumo	Es una función creciente de la renta y una función decreciente del tipo de interés	Depende del nivel global de renta y de la propensión al consumo, la cual es mayor cuanto más baja sea la renta
Noción de equilibrio	Cree en el autoajuste de la economía y que el Estado debe abstenerse de intervenir para no perturbar el equilibrio	Apoya la intervención del Estado como mecanismo de ajuste de las fluctuaciones de la economía

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de Alonso Pérez, M. (1999)

Como mecanismo de salida de la crisis, los gobiernos deben inclinarse hacia uno u otro pensamiento. En este sentido, es el último punto, el de noción de equilibrio, el que cobra mayor importancia en la situación actual de crisis económica.

Actualmente, y ante la crisis generalizada que estamos viviendo, las diferentes regiones no han adoptado las mismas medidas como mecanismo de salida de la crisis, ni han seguido la misma corriente de pensamiento. Estados Unidos ha seguido una política macroeconómica expansionista construida sobre un enorme déficit presupuestario y tasas de interés contracíclicas, combinadas con políticas que erosionan la seguridad social. El resultado ha sido un relativamente pleno empleo y una peor distribución del ingreso. Por el contrario, Europa ha seguido una política macroeconómica contraccionista centrada en altas tasas de interés y austeridad fiscal, manteniendo sus instituciones de seguridad social. El resultado ha sido un alto desempleo, y sólo un modesto deterioro en la desigualdad del ingreso (Palley Thomas, I., 2009).

Como podemos observar, tanto el modelo estadounidense con la erosión de la seguridad social como el europeo con un alto desempleo, tienen errores importantes. A nivel microeconómico hay necesidad de instituciones de seguridad social y protección al mercado de trabajo para asegurar una distribución apropiada del ingreso. En escala macroeconómica, la política debería tener una inclinación expansionista para asegurar el pleno empleo. Sin embargo, políticamente el modelo estadounidense, con una tasa de desempleo baja, ha sido difícil de hundir. Además, ha sido demostrado que el problema del desempleo genera una alta preocupación y un muy alto costo de felicidad entre la sociedad, por lo que podríamos decir que el modelo estadounidense ha sido más exitoso al abordar el problema del desempleo, mientras el continente europeo se encuentra muy afectado por este conflicto.

3. ORIGEN Y TRANSMISIÓN DE LA CRISIS SUBPRIME

Para llegar a la crisis de la deuda soberana ha sido necesaria una crisis financiera y económica, una crisis de confianza en todos los órdenes y serias dificultades políticas para alcanzar las medidas necesarias para resolver los pasos que requiere solventar la situación. La Titulización de Activos ha sido el epítome de la crisis financiera. Se trata de un instrumento de dispersión de riesgo, utilizada por la banca de inversión, que acabó facilitando la concentración de riesgo en un relativamente reducido número de entidades financieras e inversores institucionales. La alta concentración de riesgo y el papel de las

Agencias de Calificación son piezas que ayudan a explicar el colapso de los mercados.

3.1. EL ORIGEN DE LA CRISIS SUBPRIME

Tras la crisis tecnológica de comienzo del año 2000 (las puntocom) y en un contexto de tipos de interés históricamente bajos, las economías mundiales entran en una auténtica etapa de expansión económica en todos sus ámbitos. En este contexto, la liquidez no suponía un problema ya que el exceso de esta suponía un resguardo para economías emergentes como China. Los primeros síntomas comenzaban en EEUU, donde la inversión en vivienda parecía una inversión segura. Los bancos, con esos tipos tan bajos y en respuesta de la abundante liquidez, comenzaron a prestar dinero a todo tipo de ciudadanos, los más y los menos solventes, en búsqueda de una mayor rentabilidad. Por lo que buscaron rentabilidad en familias con pocos ingresos y con una alta probabilidad de no poder devolver la hipoteca, familias llamadas *subprime*.

Gráfico 3.1. Indicador de confianza del consumidor



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto de Crédito Oficial (ICO); ICC: Indicador de Confianza del consumidor

La crisis económica tuvo como primer origen las hipotecas basura norteamericanas, por lo que antes debemos de explicar por qué la banca estadounidense decidió otorgar créditos para la compra de viviendas a individuos con escasa solvencia. Pues bien, como hemos dicho anteriormente en un periodo de estabilidad, con tipos de interés bajos y abundante liquidez, la estrategia seguida por las entidades financieras fue la expansión de la cartera de créditos. Lo que buscaban era una mayor rentabilidad, por lo que modificaron el perfil de sus clientes introduciendo compradores de viviendas con mayor riesgo que mejoraran sus márgenes. Pues esto es, precisamente, lo que hicieron las entidades financieras norteamericanas, concedieron préstamos hipotecarios y al consumo con tipos de interés por encima del 5% a individuos de dudosa credibilidad financiera y escasa solvencia, pensando que el peligro quedaba mitigado por el hecho de que el precio de sus

viviendas estaba subiendo. En esta situación y ante cualquier problema de impago, sólo la falta de liquidez podía hacer que el esquema dejara de funcionar.

La consecuencia inmediata fue que los bancos americanos mejoraron el resultados de sus cuentas de explotación y lograron a su vez desprenderse de los riesgos asociados, ya que desde el año 2002 estas entidades incrementaron el volumen de préstamos con menor garantía de pago. Además, se concedían préstamos hipotecarios por importes superiores al valor de la casa financiada.

3.2. TRANSMISIÓN INTERNACIONAL. TITULIZACIÓN Y MECANISMOS DE CRÉDITO ESTRUCTURADO

La crisis comenzó siendo un problema localizado en EEUU, pero pronto la globalización y la sofisticación financiera hicieron que ésta crisis de mercado origen inmobiliario, traspasase las barreras para atacar al sistema financiero mundial. El estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* hizo alarmar a la comunidad financiera e inmobiliaria de España, ya que encontraba similitudes con el mercado inmobiliario del norteamericano, aunque en un análisis mas detallado se indicaría que ambos mercados presentan diferencias importantes.

Pronto en un entorno de incertidumbre, la crisis financiera desembocó en crisis de confianza donde los bancos comenzaron a dejar de prestarse, se encareció el crédito y dificultó la renovación de la deuda de las entidades financieras. Comenzaba en esta etapa a gestarse la crisis económica, donde esta restricción al crédito, el empeoramiento en la creación de empleo, el aumento de los tipos de interés y las diferentes señales de desaceleración que mostraba la economía internacional, frenaron aún más la demanda de vivienda. A todo ello se le añade además, que en un entorno de falta de liquidez, la restricción al crédito acabaría ocasionando un freno importante en el desarrollo y crecimiento de multitud de empresas, que se quedaban sin posibilidades de inversión y con un crecimiento futuro no viable.

3.2.1. Desencadenantes de la crisis financiera. Burbuja de activos.

La Titulización de Activos pasó a ser la principal culpable del desplome de los mercados. La crisis no es comprensible sin entender el papel desarrollado por esta, pero deslindadas las responsabilidades, podemos llegar a convenir incluso que es un instrumento necesario que aporta elementos muy útiles para el buen funcionamiento del sistema financiero. La Titulización de Activos ha estado íntimamente vinculada al crecimiento del mercado de hipotecas *subprime* de EEUU, que como ya hemos comentado anteriormente fue el epicentro del terremoto que desencadenó la crisis. Además, ésta ha jugado un papel muy importante como facilitadora de la expansión del crédito. Esta expansión, que hizo posible la burbuja de activos reales y financieros en la última década, muy especialmente de los inmobiliarios, se ha sustentado en dos instrumentos: los “bonos de titulización” y los “bonos protegidos”, ABS (*Asset Backed Securities*) y CB (*Covered Bonds o Cédulas Hipotecarias*) respectivamente. Se trata de dos mecanismos jurídicamente sólidos y financieramente eficientes para otorgar garantías a los inversores y así obtener liquidez a menor coste.

En España, las Cédulas Hipotecarias son el principal instrumento de financiación, teniendo la mayor cuota del mercado mundial de CB's cotizados. Además, como se expone en el cuadro 3.1. las cédulas han sido y son cada vez más importantes que la Titulización,

especialmente en el segmento hipotecario.

Cuadro 3.1. Titulización y cédulas en España

(Saldo vivo)				
	Titulización		Cédulas	
	Hipotecaria	Resto	Hipotecarias	Territoriales
2006	91	47	215	12
2007	131	82	265	18
2008	187	89	307	18
2009	189	102	335	18
2010	183	104	341	20

Miles de millones de euros.

Fuente: AIAF, AHE

3.2.2. Modelo de “originar para distribuir”

A comienzos de la presente década, comenzó a extenderse una nueva manera de gestionar el riesgo del crédito mediante su transferencia a otros intermediarios financieros, trasladando el riesgo de incobrabilidad a un tercero, los denominados derivados de crédito (*credit default swaps o CDS*).

Estos derivados van asociados a una importante incertidumbre, ya que, por un lado, son instrumentos complejos donde no es fácil determinar quienes están comprando y vendiendo protección, si existe concentración de riesgo, así como el tipo de riesgo asumido. Y por otro lado, su difícil valoración, ya que no existe una información estadística histórica y fiable. Por lo que, resultaba relevante la fiabilidad de una calificación crediticia otorgadas por las agencias de calificación, para dotar de mayor credibilidad dichos instrumentos. De esta manera, cuanto mayor fuera la calificación, el instrumento derivado aportaría mayor credibilidad para los inversores.

Lo que hacía atractivo a estos derivados financieros es que requieren una inversión inicial muy reducida en relación a la rentabilidad esperada, lo que a su vez confronta un mayor riesgo. Pero, ¿por qué se crearon este tipo de instrumentos financieros? Efectivamente, los márgenes que podían cobrar eran tan pequeños que, para obtener rentabilidad, tenían que multiplicar el volumen. El problema principal es que, el número de hipotecas que podían dar estaba limitado por la regulación de Basilea que impide que los créditos concedidos por un banco sobrepasen una determinada proporción de su capital. Por lo que la banca vio en estos derivados otra oportunidad más de incrementar la rentabilidad de sus estados financieros, transmitiendo el riesgo de aquellas hipotecas *subprime*. Surgía así un nuevo tipo de negocio bancario en el que las entidades ya no se dedicaban a prestar dinero reteniendo el riesgo, sino que lo transmitían.

La titulización de hipotecas resultó ser la innovación más importante de la banca estadounidense durante los años ochenta, trasladándose años más tarde al continente Europeo. El modelo de “originar para distribuir” es toda aquella titulización de créditos hipotecarios y también otros créditos, mediante el que una caja o banco empaquetan una gran cantidad de hipotecas, para reducir su riesgo de impago a través de un mayor número y su mayor diversificación, que posteriormente transfieren a un vehículo especial fuera de

su balance, los llamados *special purpose vehicle* (SPV), que se financian emitiendo títulos garantizados por dicho gran paquete de hipotecas que dan un rendimiento basado en los ingresos que obtiene derivados de tener depositado dicho paquete de hipotecas.

Como hemos mencionado anteriormente, mediante este modelo el riesgo de dichas hipotecas se transfiere finalmente a los compradores de los títulos emitidos por el SPV garantizados con ellas, a los que se llama *mortgage-backed securities* (MBS). Estos títulos están estructurados en tramos, que se clasifican según su riesgo crediticio. Se suelen dividir en tres tramos: el primero, el *senior* que tiene un determinado derecho contractual sobre el paquete o cartera de hipotecas, teniendo derecho a llevarse la totalidad del retorno del paquete de la SPV. El segundo tramo, el *mezzanine*, que también tiene un derecho contractual, pero subordinado a recibir sólo el retorno que sobre tras pagar los tramos senior. Y por último, el tramo *equity*, cuyo retorno está subordinado al exceso que resulte de los dos tramos anteriores. Por tanto, si no sobra nada, no obtienen ningún retorno, de ahí que sea el tramo de mayor riesgo y por tanto de mayor rentabilidad.

Este sistema de tramos de titulización tiene algunas ventajas: los títulos pueden llegar a mejorar la distribución del riesgo a nivel mundial, ya que, en principio, ayudan a que otros inversores de otros países puedan diversificar su riesgo comprando títulos emitidos con la garantía deshipotecas de diferentes países del mundo en lugar de concentrarlo en su propio país. Otra ventaja es que tanto los bancos como los deudores de la hipoteca eliminan su riesgo de tipo de interés, derivado del largo plazo de las hipotecas, ya que se transfieren a un tercero. Asimismo, como ya se ha señalado, un activo garantizado por miles de hipotecas reduce su riesgo medio de impago al diversificar los riesgos entre las hipotecas del paquete.

Si este sistema de “originar para distribuir” parece un medio razonable para trasladar el riesgo, entonces ¿qué es lo que ha fallado? Pues bien, el problema básico es que la teoría ha sido muy diferente a la práctica. Primero, el riesgo moral del que originaba las hipotecas se fomentó con el tiempo. Los factores que hicieron que se fomentara fueron: en primer lugar, tanto el comprador como el vendedor de la vivienda que se ponían de acuerdo para defraudar al banco inflando los precios de la vivienda. Además, existía una colusión creciente en el precio entre el tasador de la vivienda y el tomador de la hipoteca, sobre todo cuando sabían que iba a titulizarse.

Segundo, los títulos garantizados por hipotecas, los MBS, terminaron en manos de otros bancos, de fondos y de otros inversores apalancados, los cuales se financiaban en el corto plazo, con una necesidad permanente de refinanciación. Y tercero, el hecho de que el 9 de agosto de 2007 dicho mercado de papel comercial garantizado con hipotecas y otros créditos se secase, cayendo más de 300.000 millones de dólares en una semana.

Tercero, la mayor parte de los que realmente originaban las hipotecas *subprime* no eran los bancos, sino agentes y corredores, no regulados, que tenían como único incentivo colocarla a cualquier hogar, independientemente de su solvencia relativa. Cuarto, los que tomaban la hipoteca, como les daba el ciento por ciento del valor de la casa y dos años de carencia, no leían la letra pequeña. Quinto, si, por el contrario, leían la letra pequeña y constataban que los tipos de interés empezaban con un tipo de interés mínimo y podían alcanzar hasta el doble, lo que hacía prácticamente imposible que fuesen capaces de pagar dicha hipoteca, era porque no tenían ninguna intención de pagarla.

Sexto, las personas de bajos ingresos que tomaban las hipotecas vivían en la vivienda los dos años de carencia gratis y luego la vendían a un precio más elevado a otra persona y tomaban otra hipoteca sobre otra vivienda con las mismas condiciones hipotecarias que la

anterior.

Y séptimo, cuando los precios de la vivienda empezaron a caer, dejaban de pagar al banco devolviéndole las llaves, ya que en Estados Unidos, al contrario que en Europa, la responsabilidad del tomador de la hipoteca es limitada ya que sólo responde con la vivienda. En Europa, por el contrario el tomador también responde con su nómina y su patrimonio.

En definitiva, lo que ha ocurrido en esta crisis es que, primero, muchos de los bancos originadores de esas hipotecas no se quedaban con el tramo *equity* en su balance sino que lo vendrían a inversores externos. Segundo, los riesgos de impago en los otros dos tramos eran significativos ya que el empaquetamiento de dichas hipotecas no suponía una diversificación suficiente de los retornos de los activos en las carteras de títulos que se vendían garantizados por ellos (MBS).

3.2.3. Titulización de hipotecas *subprime*

La titulización de los activos permitía transferir el riesgo a un tercero creando nuevas opciones de inversión que se ajustaran a los diferentes perfiles de riesgo. Antes del año 2000, la creación y colocación de los títulos garantizados por hipotecas (MBS) estaban en manos de dos agencias: Fannie Mae y Freddy Mac, a las que llaman GSE (Government Sponsored Enterprises) ya que tenían garantía implícita del gobierno. Estas agencias imponían ciertos estándares mínimos de concesión, tales como pagos adelantados, concesión de bajos porcentajes del valor de la hipoteca y un buen historial acreedor de los clientes. Por ello, estas hipotecas, las llamadas *prime*, tienen una morosidad y falencia muy bajas (Huerta, 2009)

Sin embargo, posteriormente al año 2000, dichas agencias empezaron a tener una creciente competencia por parte de otras instituciones financieras privadas que colocaban las hipotecas a familias con un dudoso historial crediticio, es decir, con un poder de solvencia limitado, y que además no cumplían las exigencias de las dos agencias principales, los que hemos denominado anteriormente clientes e hipotecas *subprime*. De esta manera, la cuota de mercado hipotecario de las dos GSE cayó del 76% en 2003 al 43% en 2006, mientras que, por otro lado, las hipotecas *subprime* aumentaban de un 9% en 2000 a un 41% en 2006.

La menor rigurosidad en los requisitos de la concesión por parte de los originadores de dichas hipotecas y la baja calidad de las nuevas hipotecas ha hecho que su morosidad y falencia se haya disparado, alcanzando la morosidad de las hipotecas *subprime* en 2008 el 25%, llegando a superar hoy en día el 30%, ya que estas agencias las titulizaban inmediatamente después y las vendían. Cuya única razón de dicha expansión ha estado determinada por la oferta de fondos más que por la demanda, donde los inversores han encontrado una salida a su dinero y los originadores una oportunidad nueva de inversión para ellos. Sin embargo, los inversores tendrían que haber exigido mayores retornos debido al mayor riesgo. La explicación de este comportamiento es que, por un lado los inversores han dado un énfasis excesivo a la rentabilidad y una atención insuficiente al riesgo y a su capacidad de asumirlo y, por otro lado, la confianza que han depositado en las calificaciones de riesgo de las agencias de *rating*, en vez de calcularlo por sus propios sistemas, ya que conllevaba mayores costes.

3.2.4. Las Agencias de Calificación

La competencia creciente tras la liberalización de los mercados financieros y la búsqueda consiguiente de una mayor cuota de mercado ha predominado sobre el control del riesgo. Las agencias de *rating* no reflejaron con exactitud en sus clasificaciones crediticias de cada emisión de deuda el riesgo real que suponía que las hipotecas fueran impagadas. Esto se ha debido, entre otros, a su ineficiencia, y por otro lado, a sus conflictos de interés.

A éstos dos hay que añadir otros dos factores más: por un lado, un sistema de incentivos y remuneración erróneo y, por otro lado, la ausencia de una segunda línea de control del riesgo y sobre la totalidad del balance de dichos bancos y fondos. Pero además, el riesgo aumentó con la creación de una segunda derivada, es decir, en las titulizaciones de carteras garantizadas por las primeras, es decir, por los títulos garantizados por hipotecas (MBS) que se convertían en CDO. Por lo que si ya era arriesgada la inversión en las titulizaciones garantizadas por hipotecas una vez empaquetadas en grandes números, iba a ser más arriesgada la inversión en su segunda derivada. Éstas segundas titulizaciones eran menos costosas que las primeras, por lo que producían un mayor retorno neto. Luego, surgió la tercera derivada, que lo hizo con los CDO al cuadrado (CDO2), los cuales incluyen tramos de otros CDO.

Pero, lo especialmente relevante es ¿cómo consiguieron unas clasificaciones crediticias de tipo AAA? En primer lugar, las agencias eran capaces de vender los tramos *equity*, de mayor riesgo, a otros inversores con mayor apetito de riesgo. En segundo lugar, al quedarse solo con los tramos *mezzanine* y *senior* que titulizaban y vendían como AAA, AA y A o BBB, podían ganar un mayor retorno aumentando su calidad crediticia media titulizando paquetes de tramos senior de títulos garantizados por tramos *mezzanine* BBB con lo que, al conseguir mayor diversificación, obtenían la clasificación AAA y conseguían que pudiesen comprarlo muchos fondos de pensiones y otros fondos que sólo están autorizados a invertir en títulos de la máxima clasificación. Pero el gran error de las agencias de *rating* fue el pensar que los retornos de los diferentes títulos no estaban correlacionados y tampoco las probabilidades de impago entre ellos, con lo que les daban la máxima calificación (de la Dehesa, 2009).

La calificación AAA ha sido tradicionalmente aquella que sólo obtienen algunos países muy avanzados y estables, algunas empresas excelentes y algunos bancos muy eficientes. Por el contrario, las agencias de *rating* estaban dando dicha clasificación a unos instrumentos financieros estructurados que ningún inversor era capaz de entender; se vendían bilateralmente y no se conocía su precio, ya que no cotizaban individualmente en mercados organizados. Además, tenían una rentabilidad mayor que los anteriores, demostrando así, que no eran AAA. Todo esto indica que no era posible que las agencias de *rating* pudieran dar dicha clasificación a estos títulos de deuda y, sin embargo, los inversores daban por bueno dichas clasificaciones (de la Dehesa, 2009).

Esto solo puede ser explicado por unos modelos de riesgo realizados por los bancos estuviesen mal hechos o fueran demasiado optimistas, ya que dichos modelos estimaban que los precios de las viviendas en Estados Unidos seguirían subiendo. La realidad es que una caída tan fuerte de precios de la vivienda en Estados Unidos como la reciente no había ocurrido desde la Gran Depresión. Sin embargo, también se esperaba que su fuerte subida anterior, empujada por la rápida bajada de tipos de interés por la Reserva Federal entre 2001 y 2004, no podría mantenerse por mucho tiempo, y esto no fue captado por dichos modelos. Había además otro elemento, el empujón, que daba a los precios de la vivienda la

posibilidad de titulizar por lo que las originaban también todas las hipotecas que no aceptaban las Agencias GSE por su baja calidad.

Lo que parece claro es que subestimaron tanto la probabilidad de una caída repentina de precios y su efecto sobre la tasa de impago de los deudores hipotecarios así como sobre sus prestamistas, así como la correlación existente de impago entre unas hipotecas y otras. Finalmente, el hecho de que estos modelos están basados en series temporales históricas les hace más difícil prever el desarrollo de acontecimientos no estacionarios como los que han ocurrido en la actual crisis donde el tratamiento estadístico de las correlaciones suele ser muchos menos confiable.

3.2.5. Contagio de los MBS *subprime* al resto del mundo

En principio las titulizaciones de primera y segunda generación iban a venderse a inversores especializados, pero muchos de los bancos comerciales empezaron a considerar que la rentabilidad de las titulizaciones eran tan elevadas que era mejor quedarse con aquellas de los tramos más “senior” para ganar más. Para ello crearon las denominadas sociedades vehículo de inversión (SIV o Conduits), donde realizaban las compras fuera de sus balances, con un nivel de capital mínimo, y los financiaban a muy corto plazo en el mercado de papel comercial con garantía hipotecaria cada mes o tres meses. El esquema de funcionamiento de estas titulizaciones: el originador de la hipoteca vende ésta a una entidad financiera y cobra un margen por la operación. Después, la entidad empaqueta la hipoteca dudosa junto con otras de mayor y menor calidad, títulos respaldados por hipotecas, las segmenta y las vende. Por lo tanto en todo este sistema, el riesgo ha pasado a la entidad financiera que compra la hipoteca de menor calidad. Por lo que otro de los grandes problemas ha sido conocer qué instituciones financieras compraron dichos productos financieros estructurados.

Todo este entramado se realizaba con la condición de que, si fallaba su financiación en el mercado de papel comercial, el mismo banco sería el que los metería en su balance o los financiaría con sus propios recursos. Pero éstos no pudieron cumplir con dicho requisito cuando, el 9 de agosto de 2007, dicho mercado se secó, en el que los bancos centrales tuvieron que inyectar cientos de miles de millones de dólares en un solo día para que pudieran continuar refinanciándolos.

Dicho de otra manera, los bancos habían encontrado una forma de hacer beneficios extraordinarios comprando dichos títulos con mayor rentabilidad a largo plazo que otros con similar clasificación crediticia, sin tener que tenerlos en el balance y tener que reducir su capital regulatorio de forma proporcional al riesgo de impago de dichos MBS, sino exclusivamente con la promesa de aportar liquidez a estos MBS en el caso en que fallase su financiación con papel comercial, lo que les permitía aumentar su retorno por acción.

Esta arriesgada transformación de plazos con papel comercial, y que tenían que refinanciar constantemente, les permitía un retorno adicional. Muchos de los bancos llegaron a tener apalancados cifras muy superiores a su capital total, por lo que era imposible tener que suministrar la liquidez prometida en el caso de que fallara dicha financiación.

El atractivo de este modelo residía en que el riesgo de impago de la hipoteca se diversificaba en varias entidades y no es un banco local, así se verían respaldadas en caso de que una determinada ciudad pasara por una eventual crisis inmobiliaria. Además, al banco no le repercute si la hipoteca es reparada o no, ya que eso afectaría al inversor final

que adquiere el derecho de cobro al banco de inversión.

Estas situaciones podían provocar un contagio de una crisis que eminentemente americana a Europa, Japón y otros países desarrollados y terminar en un riesgo sistemático en buena parte de la banca mundial, como así ocurrió a partir del 9 de agosto de 2007 cuando el mercado de papel comercial se secó, y especialmente a partir de la quiebra de Lehman, en que hubo un ataque de muchos inversores a los bancos. Finalmente este esquema de inversiones quebró, los clientes de alto riesgo comenzaron a no pagar sus hipotecas, explotó la crisis crediticia y se descubrió que la calidad de dichos activos era menor de lo esperado. Por lo que ya se habían repartido por todo el mundo estos activos que habían sido considerados en España como una inversión segura garantizada por una hipoteca con garantía real. Convirtiéndose en una compra arriesgada asociada a un acreedor no solvente y en un mercado en el que el precio de la vivienda estaba en descenso, por lo que la actual crisis ya se había extendido por los mercados internacionales.

4. LA FASE EXPANSIVA

4.1. EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Desde 2007 la economía mundial pasa por una etapa de acusada inestabilidad. Esta crisis ha sido singular por las dificultades que confronta su superación, su complejidad, su intensidad, y por último su carácter generalizado. España destaca por el retroceso en el empleo, por sus dificultades de recuperación y por los riesgos que está asumiendo, después de haber pasado por la mayor etapa de expansión conocida por la economía española. En este apartado se realizará una síntesis de los rasgos más destacados de la expansión de la economía española durante el período de pertenencia a la UEM, ya que la crisis española y su posible recuperación no pueden estudiarse de manera independiente a los rasgos que la han marcado anteriormente, como es la etapa que confluye antes de 2008. Se realizará un estudio de las principales variables que han tenido lugar en el desempeño macroeconómico de la economía española, distinguiendo entre el período que precede a la entrada de España en la UEM y el período posterior. Y por último se llevará a cabo un análisis de los principales desequilibrios que desencadenarían posteriormente en un proceso de ajuste.

Hasta la crisis, la economía española vivió el periodo de crecimiento económico mas intenso de su historia. Esta etapa se ha visto condicionada por factores de índole externo, como la globalización económica, y factores de índole interna, tales como la inmigración y el crecimiento natural de la población. El crecimiento demográfico ha sido uno de los factores fundamentales del crecimiento económico español reciente.

La etapa 1994-2007 ha permitido a la economía española converger en términos de renta per cápita tanto de la UE-15 como de Estados Unidos. Se ha tratado de un proceso de constante convergencia desde mediados de los 80 con los principales países europeos y, especialmente, a los socios mas importantes. Desde 1985 a 2005, el diferencial de la renta per cápita se ha reducido en 12 puntos y, en 2007, alcanzó el 105 respecto a la UE-27 (tabla 4.1.).

Durante el periodo estudiado, y antes de la entrada de España en la UEM, ha mostrado un aumento en su ritmo de crecimiento, y ha sido, detrás de Irlanda, el país con mayor nivel de crecimiento. Un nivel de crecimiento que le ha permitido alcanzar el nivel de vida de los

países más avanzados de la Unión Europea e, incluso, superar a algunos de ellos como Italia, y acercase a otros países como Alemania y Francia. Además, España ha sido capaz de reducir la volatilidad del crecimiento del PIB, pasando de ser el país con mas fluctuaciones al de menor variabilidad en este. Esto indicaba que, se había logrado una mayor duración y estabilidad de las fases de expansión, lo que reflejaba las mejoras estructurales en el funcionamiento macroeconómico que se esperaba de la adhesión a la UEM.

Tabla 4.1.- Evolución del PIB per cápita (PPA) (UE-27=100)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
UE-27	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
UE-25	105	105	106	105	105	105	105	105	105	104	104	104
UE-15	116	116	116	116	115	115	114	114	113	113	112	111
Alemania	124	122	122	118	116	115	116	116	116	116	116	116
Irlanda	115	121	127	132	133	139	142	143	144	146	146	132
España	93	96	97	98	98	101	101	101	102	105	105	104
Francia	115	115	115	116	116	116	112	110	110	108	108	107
Italia	120	121	119	118	119	113	111	107	105	105	104	104
Reino Unido	121	120	120	121	121	122	123	125	124	122	118	114
Estados Unidos	167	167	169	167	162	160	162	163	165	160	156	151

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Eurostat

Durante el periodo estudiado, y antes de la entrada de España en la UEM, ha mostrado un aumento en su ritmo de crecimiento, y ha sido, detrás de Irlanda, el país con mayor nivel de crecimiento. Un nivel de crecimiento que le ha permitido alcanzar el nivel de vida de los países más avanzados de la Unión Europea e, incluso, superar a algunos de ellos como Italia, y acercase a otros países como Alemania y Francia. Además, España ha sido capaz de reducir la volatilidad del crecimiento del PIB, pasando de ser el país con mas fluctuaciones al de menor variabilidad en este. Esto indicaba que, se había logrado una mayor duración y estabilidad de las fases de expansión, lo que reflejaba las mejoras estructurales en el funcionamiento macroeconómico que se esperaba de la adhesión a la UEM.

Detrás del crecimiento se encuentra un conjunto de factores de índole externa e interna que han modificado las características estructurales de la economía española, y han hecho posible tanto la fuerte expansión de la anterior etapa y la rápida desaceleración en el periodo de crisis económica (Alonso Pérez, M. 1999). Los cambios que se han realizado en el marco externo son la globalización económica y el nuevo régimen macroeconómico, como consecuencia de su pertenencia al unión económica y monetaria europea. Sin embargo, en el plano interno el aumento de la población y de la población activa, y el aumento de la actividad del sector de la construcción han contribuido al crecimiento

económico de España.

Existen una serie de procesos de desregulación que se llevaron a cabo a partir de la década de los ochenta, los cuales influyeron en la economía española, que se vio beneficiada por el desarme arancelario y un auge del comercio exterior con la emergencia de nuevas economías. Estos procesos forman parte de la primera característica de la globalización; que comienzan con la adhesión española a la Comunidad Económica Europea (1986), la participación en las sucesivas Rondas negociadoras del GATT y de la OMC, la creación del mercado único europeo y el espacio económico europeo (1994), la integración en la Unión Monetaria Europea y posteriormente la aplicación de la política monetaria única y la introducción del euro.

A todo lo anterior se le añade la internacionalización de las empresas españolas, que adquieren el carácter de empresas multinacionales tras la liberalización interna y externa y las privatizaciones latinoamericanas. Este ha sido el caso de empresas como Telefónica, Repsol, Endesa, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, entre otras (Casilda y Llopis, 2009). Como resultado, España pasa a ser un emisor neto de Inversión Extranjera Directa, eliminándose así una de las vías de financiación exterior de la economía.

Como segunda característica de la globalización se encuentra el uso de las TIC's¹ en la que España se encuentra a la cola de muchos de los países de nuestro entorno, ya que las ha incorporado lentamente. Aunque España cuente con dotación en estas tecnologías similar a la de muchos países europeos, se encuentra en discordancia respecto al uso tecnológico por parte de las empresas y las familias españolas, siendo muy inferior al promedio europeo.

De todo lo anterior surge la tercera característica, la mundialización financiera, con dos caras claramente visibles en la economía. Por una parte es la que se encuentra detrás de la actual crisis mundial, pero por otro lado es la que ha permitido que España se financiara en su etapa de crecimiento, viéndose beneficiada por ésta, con la continua financiación de los déficit exteriores particulares de la economía española. Esta financiación junto a la pertenencia de la Unión Monetaria Europea (UME) han configurado un nuevo régimen macroeconómico para España, haciendo posible el prologando crecimiento económico. Además, la mundialización financiera ha llevado a un auge de los movimientos de capital sin respaldo de la economía real, a una expansión de los flujos financieros y a una fuerte innovación de productos financieros, aspectos que remarcaremos más adelante.

Relacionado con la mundialización financiera se encuentra la reducción de los tipos de interés, cuyas consecuencias fueron la propensión al crédito por parte de los demandantes, la reorientación de las estrategias de los bancos para la captación y concesión de depósitos, préstamos y créditos. Al tiempo que se desarrollaron nuevos productos financieros, además de una generalización de préstamos a tipos de interés variable y la prolongación de la vida de préstamo para la adquisición de viviendas por parte de las familias españolas.

Como última característica de la globalización se encuentra la entrada masiva de inmigrantes al país, pasando de ser un país de emigración a uno de inmigración. A partir de 1995, y en apenas 10 años, la población inmigrante residente en España alcanzó el porcentaje que otros países lograron en tres décadas (Alonso Pérez, 2011). En el año 2000, la población extranjera representaba un 2,3% de la población residente en España; en 2008

1. Las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), son un concepto muy asociado al de informática. Si se entiende esta última como el conjunto de recursos, procedimientos y técnicas usadas en el procesamiento, almacenamiento y transmisión de información. Estas han reducido las distancias económicas, los tiempos de gestión, han contribuido a la integración de mercados al hacer posible el intercambio en tiempo real, a costes bajos y han relativizado la importancia de la distancia geográfica

representaban el 11,6% de la población. Mostrándose un aumento de mas de 9 puntos porcentuales en 7 años (Tabla 4.2.).

Tabla 4.2.- Inmigración en varios países europeos. Porcentaje de población extranjera respecto a la población total (1998-2008)

	España	Alemania	Reino Unido	Irlanda
1998	1,6%	9,0%	3,6%	3,0%
1999	1,9%	8,9%	3,8%	3,0%
2000	2,3%	8,9%	3,9%	3,3%
2001	3,4%	8,9%	4,2%	4,1%
2002	4,8%	8,9%	n.d.	4,8%
2003	6,4%	8,9%	n.d.	5,4%
2004	6,5%	8,9%	4,6%	4,9%
2005	7,8%	8,8%	4,9%	6,2%
2006	9,1%	8,8%	5,1%	7,5%
2007	10,4%	8,8%	5,6%	10,5%
2008	11,6%	8,8%	6,0%	12,6%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Eurostat

4.2. CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN Y AUMENTO DE LA POBLACIÓN ACTIVA

La población ha sido uno de los factores que han influido en la expansión de la economía española, y en ocasiones ha impulsado el crecimiento tanto desde la perspectiva de la oferta como de la demanda. El crecimiento demográfico es un factor muy importante que subyace al crecimiento de la actividad económica: favoreció el inicio de una nueva expansión y puso fin al riesgo de no garantizar el reemplazo poblacional. Este ha combinado un aumento vegetativo de la población² y un saldo migratorio positivo³, además de verse espoleado por un drástica reducción de la emigración asistida (numero de personas que se dirigen a un país extranjero por causas de trabajo o actividad lucrativa).

Antes de 1999, el crecimiento de la población era muy reducido para España y la Unión Europea, sobre todo si lo comparamos con el registrado en Estados Unidos (Tabla 4.3.). Como se puede observar, a partir de la creación de la UEM, la población en España se incrementa de manera exponencial, pasando a crecer a una tasa anual media de 1,4%, cuatro décimas por encima del crecimiento de Estados Unidos. Esta gran expansión es debido, sobre todo, a la masiva llegada de inmigrantes por un lado, y al aumento de la esperanza de vida de los españoles por otro. Además, este masivo aumento de la población

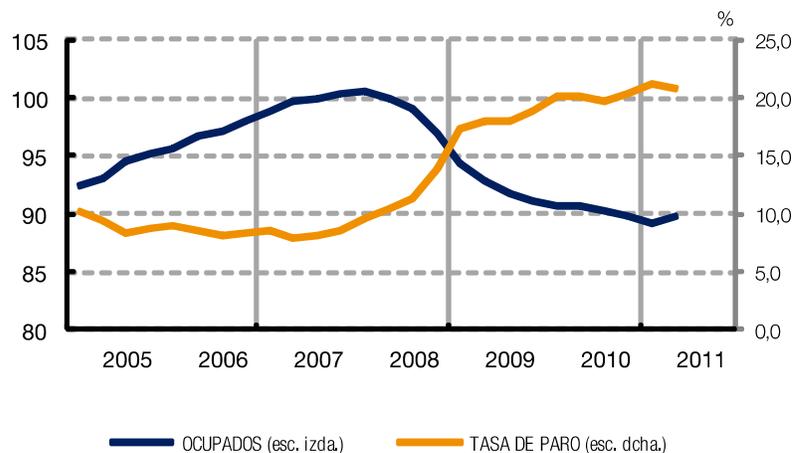
2. Es la diferencia que existe entre el número de nacimientos y el de defunciones de una población. 3. Es el balance que existe entre la inmigración y la emigración en un determinado lugar. Inmigración menos emigración.

trajo consigo una reducción del crecimiento de la renta per cápita en una décima, mientras que aumentó en los tres países más grandes del euro. Como consecuencia el ritmo de convergencia de España se resintió tanto con el área del euro como con Estados Unidos.

Tabla 4.3. Crecimiento de la población		
(Tasa de variación)		
Población		
	1990-1998	1999-2007
Estados Unidos	1,2	1
UE 3 (a)	0,4	0,3
UE-12	0,4	0,5
España	0,2	1,4

Fuente: Eurostar (a). Agregado de Alemania, Francia e Italia.

Gráfico 4.1. Mercado de trabajo



Fuente: Ortega y Peñalosa 2012

El crecimiento demográfico ha supuesto un incremento de la fuerza de trabajo, un aumento de la población activa y de la tasa de actividad españolas. Y aunque se ha producido un notable incremento en la tasa de actividad femenina, es la población inmigrante extranjera la que tiene una mayor actividad, con una tasa, en 2006, del 77,1% y, en 2007, de 75,93%, como ya se apuntó anteriormente. Este aumento de la población activa, y a diferencia de las décadas de los setenta y ochenta, se ha visto acompañado por un aumento de la ocupación y una caída del paro. En 2007, el número de ocupados era de 1,8 millones y la tasa de paro de 8,3%, ha diferencia de 1994 que registraba una tasa de

paro de 24,1% y más de 3,8 millones de desempleados. España se encontraba en una notable situación de expansión, hasta que irrumpió la crisis económica en 2008 aumentando la tasa de paro hasta situarla en el 11,34%, y un 17,92% en el segundo trimestre de 2009.

4.3. EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD

El crecimiento de la renta per cápita se puede descomponer en dos factores: la intensidad de uso del factor trabajo y su productividad. A su vez, un uso más intensivo del factor trabajo se puede conseguir, bien mediante aumentos de la tasa de empleo, o bien mediante incrementos de las horas de trabajo por ocupado. Y la tasa de empleo a su vez, se puede descomponer en la tasa de actividad y la tasa de paro (Estrada, Jimeno y Malo de Molina 2009).

Gran parte del crecimiento económico vivido desde 1994, se explica por la contribución de la productividad total de los factores y la acumulación de capital. España es un país que se caracteriza por un bajo rendimiento por hora trabajada; es por ello que tras el aumento de la ocupación y la baja productividad se encuentren las dos caras de la expansión en construcción y en servicios en España.

La intensidad de uso del factor trabajo ha sido mayor en Estados Unidos que en la zona euro, pero tras la creación de la UEM en 1999 se produjo un aumento considerable de la tasa de empleo en la zona euro, y por el contrario una reducción en Estados Unidos. Es por ello que, tras la creación de la UEM la intensidad de utilización del factor trabajo en el área euro ha desempeñado un papel destacado, a diferencia de Estados Unidos que se ha basado exclusivamente en la mejora de la eficiencia del factor trabajo. España en este sentido muestra la cara opuesta dentro de la zona euro, ya que después de la UEM ha incrementado, de manera destacada, la intensidad de uso del factor trabajo, llegando a igualar la tasa de empleo del área y llegando a superar a las tres grandes economías (Alemania, Francia e Italia). A esto se le añade el enorme crecimiento de la población experimentado por España, por lo que no es de extrañar que haya generado más de un tercio del empleo en el área durante estos años.

El fuerte crecimiento registrado por la economía española en la tasa de empleo desde la adhesión a la UEM hasta 2007, se ha basado en un aumento de la tasa de actividad y una reducción de la tasa de paro. Este aumento de la tasa de actividad vino impulsado por una mayor actividad laboral femenina, y por la gran afluencia de inmigrantes, como señalábamos anteriormente. Este notable aumento de inmigrantes en España se puede apreciar en el gráfico 3.2., donde comienzan a hacerse notorios en los años previos a la adhesión a la UEM, hasta que en 2002, y tras años de incrementos, presentan una contribución al empleo superior al de los nativos. En cualquier caso, el aumento del empleo nacional también ha sido muy significativo en cuanto a avances en empleo.

En cuanto a la reducción en la tasa de desempleo, algunos estudios achacan esta reducción a las reformas laborales llevadas a cabo a principios de los años noventa, que contribuyeron además, a reducir la tasa de desempleo estructural. Pero esta reducción no vino explicada del todo por estas reformas, ya que otros estudios la atribuyen a la inmigración y a la moderación salarial llevada a cabo durante esos años, como inducción al

proceso de convergencia a la UEM.

Gráfico 4.2. La evolución del empleo en España



Fuente: Estrada, Jimeno y Malo de Molina 2009

Por otro lado, y pasando al segundo de los componentes de la renta per cápita, se encuentra la productividad, donde España tiene la peor cifra de Europa. En Estados Unidos, la productividad del trabajo, que crecía por debajo del área euro antes de 1999, se aceleró en la década posterior, contrastando con la UEM que iniciaba un proceso de desaceleración. Así comienza el proceso de divergencia con Estados Unidos en el grado de eficiencia de uso del factor trabajo. En promedio, la productividad por hora trabajada en la UE-15 es inferior en 8 puntos a la de Estados Unidos. En la primera década del presente siglo, España representa el 75% de la productividad estadounidense. Sin embargo, Francia, Alemania e Italia tienen una productividad por hora superior en 25 puntos a la española, que tras la introducción del euro reduce el avance medio de la productividad del trabajo, hecho que explica que desde esta perspectiva el caso español es todavía más acentuado que el europeo.

Además, el fuerte crecimiento que experimentó el sector de la construcción en viviendas, alentado por el fuerte crecimiento de los precios y por consecuencia de los beneficios, mermaron cualquier posibilidad de racionalizar la producción y buscar mejoras de productividad. Es por ello, que entre 2000 y 2005 se produjera una pérdida de productividad, debido a la masiva incorporación de mano de obra poco cualificada y a lo que contribuyó además, la escasa utilización de las TIC y la escasa experiencia y formación de los trabajadores.

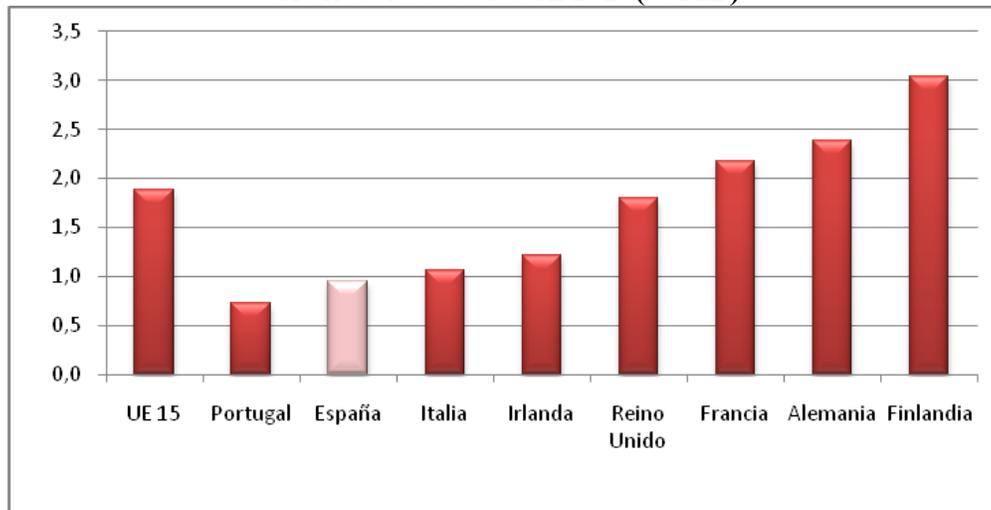
En la productividad intervienen aspectos como la investigación y desarrollo, el desarrollo de nuevas tecnologías y la cualificación del capital humano. Teniendo en cuenta que el capital tecnológico es la acumulación del esfuerzo inversor en I+D⁴, España junto a Portugal presentan deficiencias en este aspecto (gráfico 4.3.). Con las TIC's ocurre algo similar, ya que tienen un escaso peso en España. Este déficit es tanto a nivel de producción como a nivel de su utilización por parte de las empresas y hogares. Ya que tanto el área euro como España se ha retrasado en la incorporación de las nuevas tecnologías de la

4.La Investigación y Desarrollo (I+D) son todas aquellas actividades metódicas y sistemáticas sobre una base de métodos científicos con el cometido de adquirir más conocimientos reales.

información y las comunicaciones, y en el caso concreto de España, nos encontramos además con el fuerte aumento de la inversión en vivienda.

En cuanto a la inversión en capital humano, la economía española ha logrado en los últimos años aumentar los niveles de cualificación de la mano de obra. Ha doblado la participación del segmento de mayor nivel de formación y la población ocupada con un nivel de estudios medio o superior se ha triplicado desde finales de la década de los setenta hasta 2005 (Alonso Pérez, M. 1999). Esta situación se ha agravado en los últimos años, representando una cifra de un 18% menor en años medios de estudios a los de la UE-15.

Gráfico 4.3.- Gasto en I+D (%PIB)



Fuente: INE, www.ine.es

Nota: UE (1995-2007); Italia y Reino Unido (1994-2006)

Todo lo anterior, es un límite interno a la salida de la crisis para España. De media, representa uno de los peores porcentajes en la UE en cuanto a trabajadores en edad de trabajar que han completado sus estudios secundarios. Y a esto se le añade el hecho de que el aumento en cualificaciones no se ha visto acompañado por un aumento de la demanda de este tipo de trabajadores, lo que ha llevado a un discordancia entre las cualificaciones requeridas y las características de la oferta de trabajo. Nos encontramos ante un desaprovechamiento del capital humano que se traduce en un problema de sobre-cualificación y no en ganancias de productividad.

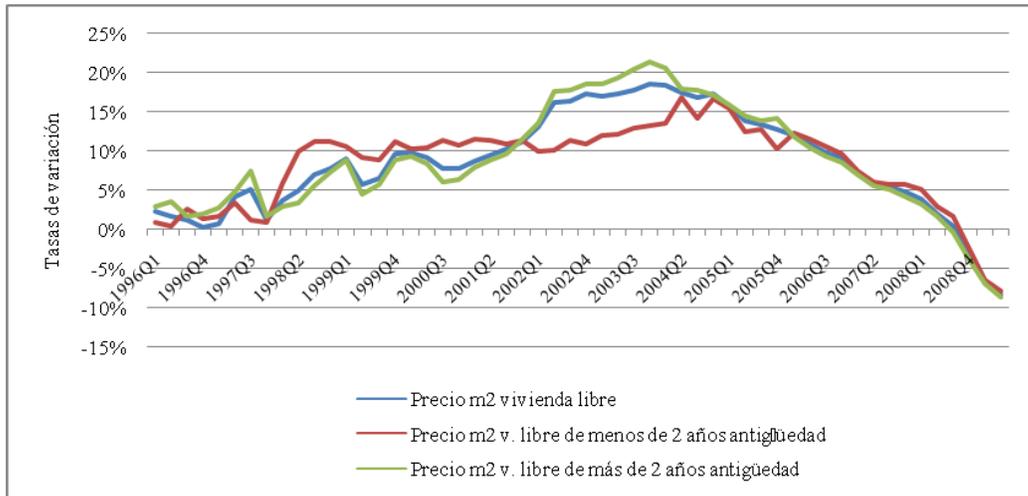
4.4. EXPANSIÓN INMOBILIARIA

El gran impulso demográfico vivido en esta etapa por España ha supuesto un incremento en el número de hogares. Las razones del gran aumento del número de estos es debido no solo a la inmigración, sino también por razones como la reducción del tamaño de las familias, el número de divorcios, y demás razones sociales.

El incremento de la renta por habitante y el incremento de la ocupación han impulsado la demanda de consumo de las familias; y esto junto a un mayor acceso al crédito por parte de las familias gracias a la reducción de los tipos de interés, una fiscalidad favorable y estrategias bancarias, transformaron la demanda potencial en demanda efectiva. Esta fuerte

demanda sostenía la fuerte expansión del sector de la construcción, que se veía espoleado por el componente especulativo en la dinámica de los precios de las viviendas y del suelo urbano.

Gráfico 4.4.- Evolución del precio de la vivienda (1996-2009)



Fuente: Eurostat

El aumento en el número de hogares incrementó el de compradores de viviendas y, éste indujo una expansión adicional del consumo. De este modo, inversión y consumo se convirtieron en las dos macromagnitudes claves del crecimiento económico español (Alonso Pérez, M. 1999). Todo este proceso se vio facilitado por la mundialización financiera y la política crediticia que llevaron a cabo las entidades financieras españolas.

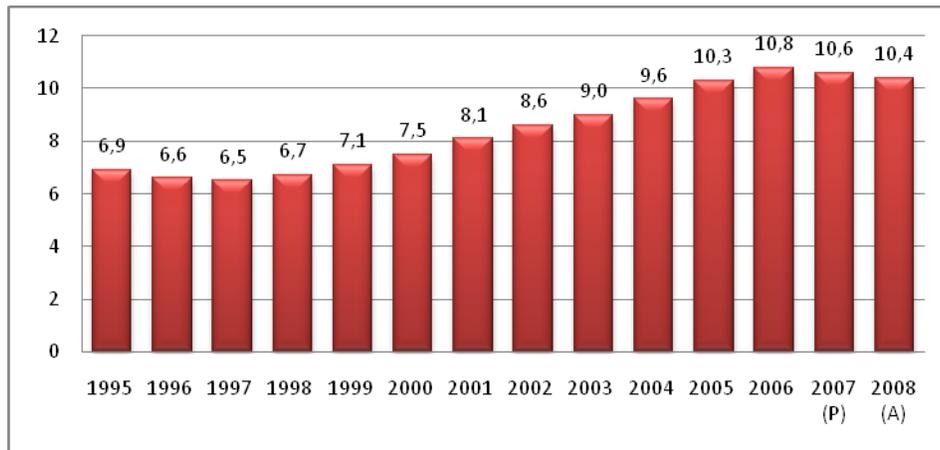
Por tanto, el sector de la construcción ha sido, sin lugar a dudas, el sector más dinámico de la economía española debido, en gran parte, a su alta contribución al PIB durante la etapa expansiva, además de su efecto multiplicador para el resto de las ramas económicas. Y también es destacable su papel como generador de empleo directo, ya que es un sector muy intensivo en mano de obra.

Como se puede observar en el gráfico 4.5. el incremento de dicha actividad empieza a ser notoria a partir de 1998 en adelante. En cuanto al empleo, el punto de inflexión se sitúa en el segundo trimestre de 1996 con un peso del 8,9% de empleo sobre el empleo total. Según la Encuesta de Población Activa (EPA), alrededor del 24% de los empleos generados entre 2005 y 2006 fueron en el sector de la construcción. Un dato que vuelve a poner de relieve el acusado impulso que ha supuesto dicho sector para la economía española, y cuyo peso es muy superior al que presentan otros países europeos.

La respuesta de la oferta de viviendas a la demanda que estaba surgiendo fue considerable. Los ayuntamientos se mostraron muy proclives a satisfacer las demandas de los promotores, dispuestos a aprovechar el ciclo inmobiliario. Este boom inmobiliario trajo

subidas en los precios de la vivienda, con un encarecimiento superior al 150% en relación a 1995. Este aspecto lo trataremos con mayor profundidad más adelante.

Gráfico 4.5.- La construcción en España (% PIB)



P: Provisional. A: Avance

Fuente: elaboración a partir del INE

4.5. LOS DESEQUILIBRIOS

En la etapa de crecimiento de la economía española durante el período 1999-2007, comenzó a manifestarse una serie de desequilibrios que tendían a mermar cualquier posibilidad de expansión, conduciendo hacia la necesidad de un proceso de ajuste. Pues bien, no podemos profundizar en los hechos que nos condujeron hacia una crisis globalizada sin prestar atención a estos desequilibrios que se desarrollaron durante la etapa expansiva de la economía española, la cual estaba fundada en unas bases que no se podían mantener indefinidamente.

El notable aumento registrado por la demanda se proyectó en una expansión cuantitativa de la producción, que a su vez estaba basada en un gran aumento de la tasa de empleo, sin mejoras en la productividad, ya que ni las ganancias de eficiencia tuvieron intensidad suficiente ni la capitalización de la economía facilitó la convergencia a los niveles existentes de los países más desarrollados. Todos estos desajustes hicieron que se desarrollaran una serie de desequilibrios tanto a nivel macroeconómico, como del sector inmobiliario, o el propio endeudamiento de las familias y empresas.

4.5.1. Aspectos macroeconómicos

Lo que buscaba la economía española con la integración en la UEM era dotarse de credibilidad ante sus socios comerciales y reducir así su nivel medio de inflación y el diferencial de aumento de los precios con estos; ya que dichas situaciones llevaban consigo recurrentes pérdidas de competitividad que se acababan convirtiendo en crisis cambiarias y

episodios de grave inestabilidad tanto macroeconómica como financiera. Pues bien, antes de la integración España partía con niveles de inflación en los bienes de consumo muy superior a la de los países del área y de Estados Unidos; y posteriormente, esta se redujo significativamente pero sin mejorar su posición relativa, debido sobre todo a la crisis del Sistema Monetario Europeo y a las posteriores depreciaciones de la peseta, que consiguieron reducir la inflación interna de la economía, a pesar de seguir manteniendo un diferencial de inflación casi 2 pp (puntos porcentuales) superior al área del euro.

El mantenimiento de un diferencial de inflación positivo con respecto al resto del área, ha traído consigo una apreciación del tipo de cambio real. Además, España constituye un caso extremo dentro del área, ya que intensificó el avance de los márgenes brutos de beneficios (la diferencia entre la inflación y los CLU⁴) y los salarios nominales siguieron creciendo por encima de la media, después del año 1999. Todo ello está teniendo un impacto negativo sobre la competitividad, ya que ni la conducta salarial ni la formación de los márgenes empresariales parecen haberse adaptado a las exigencias que lleva consigo la pertenencia a una unión monetaria. Este es uno de los mayores desequilibrios de la economía española, ya que representa un factor de vulnerabilidad, que ante condiciones exteriores adversas, como en la actualidad, se hacen particularmente patentes en el proceso de ajuste.

Cabe destacar además, como el ajuste en el crecimiento de los CLU en la rama de los bienes no comerciables en España ha sido considerable, debido, en parte, a que la mayor parte del empleo inmigrante se ha dirigido al sector de la construcción, y a que los salarios de este colectivo son un 20% inferiores al de los nativos.

Por otra parte, la economía española, que ya partía de niveles inferiores, se ha alejado aún más de los estándares a los que debía aspirar a converger, hecho que se observa en el crecimiento inferior al resto de países avanzados tanto de la productividad como de la PTF⁵. Y esto es debido, como comentábamos anteriormente, al desplazamiento de la actividad en España hacia ramas que, como la construcción, son menos productivas.

Un segundo factor que se encuentra detrás del diferencial de inflación entre España y los socios, es la presión de la demanda a la que ha tenido que hacer frente la economía española. Esto es debido a que, desde 1999, la brecha de producción de la economía ha sido positiva, por causas como la reducción de los tipos de interés, la entrada de inmigrantes, la expansión del empleo, entre otros. Mientras que, en la UEM estas presiones de la demanda se mantenían contenidas.

En cuanto a las tendencias hacia el deterioro del saldo comercial se encuentran la pérdida de competitividad que se mide por la facilidad con que los productos extranjeros se introducen en nuestra economía, situación desfavorable para España donde el peso de las

4. El costo laboral unitario -CLU- refleja el costo acarreado por las empresas para remunerar el trabajo equivalente a la producción de cada trabajador. La dinámica de este indicador evidencia, en términos generales, si el sector productivo está incurriendo en mayores o menores costos laborales por cada unidad de producción, lo cual se traduce en pérdidas o ganancias relativas en la competitividad. En un contexto de apertura, la reducción de los costos laborales unitarios se vuelve un factor importante a la hora de enfrentar la competencia internacional. 5. La productividad total de los factores -PTF- es definida como una medida indirecta del progreso tecnológico, calculado como residuo que aparece como la diferencia entre las tasas de crecimiento de un factor y del producto.

importaciones sobre la demanda final pasa del 22% en 1998 al 29% en 2007. Debido a que la inflación de los productos fabricados en España continuó siendo más elevada que la de los productos importados. Y por otro lado se le añade otras transformaciones que han tendido a incrementar las necesidades de financiación de la economía española en un 10% del PIB, tales como la reducción del saldo turístico, pasando a ser un pagador neto de remesas como consecuencia de la inmigración; y por otro lado, el descenso de las transferencias netas de la Unión Europea.

El principal responsable del aumento de las necesidades de financiación de la economía española son las empresas y los hogares, que, como consecuencia del boom inmobiliario han pasado a ser demandantes de fondos. Mientras que por otro lado, el sector público alcanzó entre 2005 y 2007 sucesivos superávits, pero esta situación era poco sostenible, ya que estos superávits se obtuvieron sobre todo por un aumento de los ingresos relacionados con una expansión excesiva del sector inmobiliario y que no podía ser sostenible en el tiempo.

En este panorama de auge de la economía, la financiación del déficit exterior no había sido problemática, ya que las primas riesgo-país habían desaparecido en la práctica y el país obtenía más financiación de la que necesitaba, pasando de ser un país receptor neto de inversión extranjera directa a ser un inversor neto. Todo esto no suponía un problema hasta el desencadenamiento de las crisis financieras internacionales, donde el déficit exterior comienza a ser uno de los problemas principales de la economía española.

Todos los recursos fueron captados por las instituciones financieras españolas mediante flujos de inversión en cartera y de otra inversión, transmitiéndolas mediante la emisión de cédulas hipotecarias y otras formas de titulización hipotecaria. Todo ello mediante un esquema que ponía de manifiesto la inexistencia de restricciones financieras externas al formar parte de una unión monetaria, donde lo que cuenta es la confianza crediticia de los tomadores de fondos y no los factores de riesgo derivados de la situación de los equilibrios macroeconómicos del país. Pero la ausencia de estas restricciones financieras externas no significaban ni que la necesidad de financiación externa ni que el desequilibrio externo no representasen factores de vulnerabilidad. Así fue, el déficit exterior reflejó una tendencia creciente de la economía al endeudamiento, que solo podía satisfacerse en el exterior y que representaba riesgos para su sostenibilidad y que hacían a la economía más sensible ante el clima de los mercados financieros internacionales.

4.5.2. El sector inmobiliario

En la etapa expansiva, la economía española se inclinó en exceso hacia una inversión en vivienda, siendo el boom inmobiliario uno de los factores fundamentales del crecimiento de la actividad económica del país. A diferencia de Estados Unidos donde el peso sobre el PIB de la inversión en vivienda se mantuvo estable, en España aumentó en casi 2 pp todos aquellos recursos destinados a la inversión en vivienda. Además en el caso español, el esfuerzo en inversión productiva y, en los últimos años, en infraestructuras, no ha sido suficiente para contrarrestar la reasignación de recursos hacia actividades no comercializables, que como consecuencia, tuvo un enorme aumento del déficit comercial y por ende del endeudamiento exterior.

Pero, ¿que impulsó esta fuerte expansión de las actividades inmobiliarias?. Existen muchas razones que explican que la economía haya hecho un esfuerzo inversor tan grande en vivienda, pero lo que lo impulsó fue una abundante disponibilidad de crédito y de mano de obra poco cualificada. Esto se vio espoleado a su vez por una notable reducción de los tipos de interés y un aumento de la disponibilidad de los fondos prestables, que facilitaron el acceso a la vivienda a colectivos que quedaban anteriormente excluidos e impulsaron las adquisiciones de segundas residencias, todo ello consecuencia de la participación en la UEM. El dinamismo crediticio generó un aumento de la actividad constructora, y como consecuencia, una expansión de la demanda de empleo, que primero se abasteció de trabajadores nativos, y muy pronto desencadenó en un intenso aumento de la inmigración, como ya se comentó anteriormente.

Sin embargo, aunque la oferta reaccionó rápido al impulso de la demanda en vivienda, no fue suficiente para evitar que se produjera una notable escalada de los precios de la vivienda a partir de 1999. Así se estimuló la demanda en vivienda, como motivo de inversión, y llevó a una expansión excesiva del sector llegando a iniciarse más de 800.000 viviendas al año. Todo ello llevó a que el peso de la inversión en vivienda sobre el PIB se situara más de 1,5 pp por encima del observado en el área del euro (Estrada, Jimeno, Malo de Molina 2009).

Dados el largo plazo de producción de estos activos y los fallos de información existentes en el mercado, la expansión se prolongó incluso cuando los determinantes a corto plazo ya habían empezado a erosionar el atractivo de la adquisición de viviendas. Así las viviendas terminadas alcanzaban su máximo histórico mientras la demanda se había retraído drásticamente ante la percepción de la necesidad de un ajuste tras un periodo tan intenso de expansión. Percepción que se vio a su vez agravada por la coincidencia con una crisis financiera internacional que socavaba sus raíces en los excesos del mercado inmobiliario norteamericano. El resultado de todo ello fue una acumulación de un elevado exceso de oferta. Si bien la diferencia con Estados Unidos es que los mercados inmobiliarios comenzaron el ajuste de los precios de la vivienda un año antes, pero la corrección de la sobrevaloración se está produciendo siguiendo una pauta menos pronunciada.

4.5.3. El endeudamiento de las familias y empresas

El endeudamiento de las familias y empresas se encuentra estrechamente relacionado al boom inmobiliario y a la apreciación del tipo de cambio real, como hemos comentado anteriormente. Se produjo un impulso del endeudamiento de las familias españolas, primero por la mejora de las expectativas de crecimiento de la economía española como consecuencia de la integración en la UE, y segundo la reducción de los tipos de interés y por lo tanto las mayores facilidades de acceso al crédito como consecuencia de la integración en la UEM. El mayor acceso al crédito generó un fuerte incremento de los precios de la vivienda y de la actividad en el sector de la construcción residencial, ya que buena parte del crédito se dedicaba a la compra de activos inmobiliarios.

En cuanto a las familias, el crecimiento del endeudamiento se hizo patente a partir de la entrada en la UEM, ya que se observa como desde 1995 la ratio de deuda sobre renta bruta

disponible ha mostrado una tendencia creciente, que se acentúa a partir de 1999.

Por lo que se refiere a la evolución del endeudamiento de las empresas, se observa un crecimiento muy rápido, asociado a un fuerte crecimiento de la inversión en bienes de equipo y en inmuebles y a la compra de activos del extranjero, como parte de un proceso de internacionalización. En cuanto a la ratio de deuda como porcentaje de la suma del excedente bruto de explotación y de los ingresos financieros del conjunto de las sociedades no financieras españolas, el crecimiento del endeudamiento sigue una tendencia parecida a la observada justo antes de la entrada en la UEM y se acelera solo después de 2004. Como en el caso de las familias, las expectativas de crecimiento y de expansión en el extranjero y la significativa reducción en el coste de la financiación, explican buena parte de la evolución del crédito a las empresas no financieras.

5. CONSECUENCIAS

Las consecuencias más inmediatas desde febrero de 2007 fueron: el comienzo de rumores sobre la falta de solvencia de Bear Stearns, cuyos primeros problemas surgieron cuando empezó a registrarse un incremento de los incumplimientos del pago de hipotecas financiadas por Freddie Mac y Fannie Mae, lo que ocasionó el desplome del valor de los activos que las garantizaban. Dichos rumores se hicieron realidad, ya que Bear Stearns presentaba una fuerte exposición a dichos activos.

A finales de 2007, la cotización de la acción se desplomaba y se hacía público el anuncio de venta de Bear Stearns. En septiembre de 2008 caían otros dos grandes bancos de inversión norteamericanos, Merrill Lynch y Lehman Brothers que se declaraba en quiebra. Una semana más tarde, Goldman Sachs y Morgan Stanley, presentaban ante la Reserva Federal, la solicitud de la sociedad tenedora bancario, lo que supondría el acceso a los fondos de la Reserva Federal y la consiguiente regulación como bancos comerciales.

La globalización de los mercados y la amplia aceptación de los instrumentos de transferencia de riesgo de crédito llevaron la crisis a Europa. Se hacía patente la necesidad de planes de rescate paralelos para los países del viejo continente ya que los activos habían intoxicado los balances de las entidades financieras. Dichos planes de rescate iban encaminados a la recapitalización del sistema o a través de la nacionalización total o parcial de las entidades financieras, o con garantía de avales públicos.

6. SOLUCIONES POSIBLES A LA CRISIS ACTUAL

Dada la naturaleza de esta crisis económica internacional la salida de la crisis no va a ser fácil ya que, entre otros aspectos, se necesita recuperar la confianza en los mercados. En países como España donde la crisis ha puesto de manifiesto otros problemas de fondo las medidas para salir de la recesión se hacen mucho más profundas y difíciles de alcanzar. Como hemos comentado muchos de los países más perjudicados por la crisis mundial, como es el caso de España, padecen un grave problema en el mercado laboral que ha llevado a tasas de desempleo extremadamente elevadas. Es por esto que se ve necesario crear empleo productivo, de calidad y estable, reduciendo así la excesiva volatilidad para prevenir que vuelva a suceder la misma situación en futuras recesiones.

Algunos economistas plantean su modelo a seguir para lograr la salida de la recesión.

El premio nobel, Paul Krugman (2009, 2011 y 2012), seguidor de las ideas de Keynes es uno de los economistas que ha planteado su idea de políticas encaminadas a lograr la salida de la recesión. Krugman no ve acertado el camino que está siguiendo la UE para lograr la salida de la crisis. Por tanto, plantea cuatro modos en que Europa podría poner fin a esta grave situación. En primer lugar, plantea el hecho de resistir algunas economías los 27 embates de la crisis, de tal manera que, tranquilicen a los acreedores mostrando la voluntad de soportar esta situación. Por otro lado, plantea la reestructuración de la deuda por parte de los países más endeudados y con mayores dificultades, lo que afirma que no pondría fin por sí sola al sufrimiento de estas economías. En tercer lugar, expone el ejemplo de la crisis que atravesó Argentina como modelo a seguir por las economías en peor estado. Por último, plantea el concepto de Europeísmo reavivado, una mayor unión de los países de la zona euro frente al mercado exterior, plasmándose, por ejemplo, en la creación de los eurobonos. Los eurobonos serían emitidos por un organismo de deuda europeo por lo que estarían garantizados por la UE en conjunto. Sin embargo, esta unión se hace difícil ya que los países más fuertes no están dispuestos a verse perjudicados por ayudar continuamente a los más débiles.

Según Stiglitz (2010 y 2011), premio novel de economía, la receta para calmar la situación que afecta a la economía global se resume en la necesidad de programas de gasto público que apunten a facilitar la reestructuración, promover el ahorro energético y reducir la desigualdad; y junto con esto, una reforma del sistema financiero internacional que cree alternativas a la acumulación de reservas.

Para concluir y evitar situaciones similares en el futuro va a ser necesario tomar medidas adicionales como (Huerta, 2009):

- a) Reformar el sistema financiero hacia un sistema más íntegro, evitando conflictos de interés con los analistas y las agencias de calificación
- b) Exigir una mayor responsabilidad de los consejos de administración, desincentivando, por tanto, la toma de medidas arriesgadas.
- c) Revisar la regulación bancaria, el concepto de solvencia y supervisar las situaciones de exceso de liquidez para evitar la aparición de burbujas cíclicas.
- d) Concienciar a las diferentes economías de la necesidad de supervisión internacional.

Dar más transparencia al sistema con un claro mecanismo de contabilización de activos y una supervisión estrecha de los derivados de crédito.

7. CONCLUSIONES

Este trabajo de investigación ha tenido como objetivo principal el estudio del impacto de la crisis, primero analizando la etapa anterior al estallido de la crisis, y segundo, haciendo un análisis más profundo de las causas que originaron dicha situación y los motivos de su rápida expansión. Por otro lado, hemos estudiado las dos corrientes principales de pensamiento que abordan la forma de actuación ante una situación como la actual, el pensamiento neoclásico y el keynesianismo; a su vez se establece cuál de estos modelos han seguido Europa y Estados Unidos, como regiones principales de estudio.

La crisis económica ha sido singular por su intensidad, complejidad y por las dificultades que confrontan su superación. Es la primera crisis que afecta a España desde su entrada en la UEM, por lo que dicha pertenencia proporcionaba una red de seguridad propia de un área fuertemente integrada, sin embargo se desconocía como respondería ante

posibles perturbaciones internas o de ámbito más global.

Algunos países al comienzo de la recesión se encontraban bastante estables, sin embargo, otros como España ya contaban con una crisis interna que se estaba generando debido a los desequilibrios que se habían ido acumulando durante los diez primeros años de participación en la UEM. Dichos desequilibrios habían afectado a determinadas áreas como el mercado inmobiliario, exceso de endeudamiento y pérdida de competitividad, las cuales representaban factores de vulnerabilidad pero, en otros ámbitos, representa fundamentos aparentemente más sólidos que le podrían proporcionar elementos de resistencia. Estos países que como España ya contaban con una crisis interna han sido los más afectados por la crisis, puesto que, al comienzo de la recesión internacional su economía ya acusaba cierta inestabilidad. Ahora son los que necesitan de medidas mucho más profundas que modifiquen toda su estructura económica.

Un aspecto central de esta crisis son las dificultades que muestra la economía española para su superación. Hasta el tercer trimestre de 2011 apenas se recuperó un 20% del retroceso que había registrado desde 2007. Además las perspectivas se han ido deteriorando vinculado al deterioro de la crisis de la deuda soberana. En España esta salida está condicionada por la asimilación de los desequilibrios acumulados previamente. Nos encontramos por tanto, en un entorno financiero drásticamente afectado por la crisis de la deuda soberana, que refleja fallos en el diseño institucional inicial de la UEM. El ajuste del sector inmobiliario continúa y el desapalancamiento financiero de empresas y familias avanza, aunque lentamente.

Seis años después del comienzo de la crisis internacional los niveles de endeudamiento global no se han reducido, únicamente se han trasladado a las administraciones públicas una gran parte de los costes asociados a los activos tóxicos. De esta manera, serán los propios ciudadanos los que carguen con el peso de estos costes mediante durísimos recortes en los salarios, en las ayudas, pensiones y servicios públicos, así como, un aumento de la presión fiscal soportada. Por lo tanto, en la actualidad no solo padecemos una crisis económica sino que se está generando, en muchos países europeos, un malestar social preocupante consecuencia de la crisis del empleo y de las políticas de ajuste desarrolladas por los gobiernos que lejos de dar resultados positivos han asfixiado aún más a los ciudadanos.

BIBLIOGRAFÍA

Alonso Pérez, M., & Furio Blasco, E. (2011). *La economía española. del crecimiento a la crisis pasando por la burbuja inmobiliaria*. Cahiers De Civilisation Espagnole Contemporaine. De 1808 Au Temps Présent, (6)

Alonso Pérez, M. (1999). *Pensamiento económico y economía social*. Tirant lo Blanch.

Álvarez Peralta, N. (2012). *Capital financiero, estado y crisis económica en europa*. Encrucijadas: Revista Crítica De Ciencias Sociales, (3), 7-14.

Casilda, R y Llopis, J. (2009). *Inversión extranjera directa e internacionalización de las empresas españolas en América Latina*. Boletín económico de ICE nº 2961.

Cauces (2010): “*La política española en tiempos de crisis*”, Consejo Económico y Social de España, Revista Cauces, primavera, páginas 6-54.

Cauces (2012): “*La economía española a mediados de 2012*”, Consejo Económico y Social de España, Revista Cauces, verano, páginas 7-43.

de la Dehesa, G. (2012). *Cómo salir de la crisis de deuda en la zona euro*. Mediterráneo Económico, 18

de la Dehesa, Guillermo. (2009). *La primera gran crisis financiera del siglo XXI: orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Madrid: Alianza, D.L. 2009.

Estrada, Á., González-Calbet, L., & Kessler, A. (2011). *Evaluando los efectos a largo plazo de la reforma laboral en España*. Documentos De Trabajo, , 2.

Estrada, Á., Jimeno, J., & Malo, J. (2009). “*La economía española en la UEM: los diez primeros años*”, Banco de España, Documento Ocasional nº 0901.

Eurostat. (2013). *The social situation in the european union 2013*: In brief Office for Official Publications of the European Communities.

González, M. E. A. (2008). *Regulación, política monetaria y crisis financiera en los estados unidos*. Boletín Económico De ICE, Información Comercial Española, (2954), 13-24.

Hernández García, G., & Garzón Morales, F. J. (2000). *Coordinación de políticas económicas en la UEM*. Información Comercial Española, ICE: Revista de economía, (784), 13-23.

Huerta, B. (2009). *"Promotores de la crisis"*. Madrid: LID Editorial Empresarial, S.L., 17-38.

Ivars, M. M. (2012). *La productividad en las economías desarrolladas: El desigual impacto de la crisis*. Cuadernos Económicos De ICE, (84), 9-32.

Krugman, P. (2009). *La venganza del exceso*. El País Negocios, 29(2009), 8.

Krugman, P. (2011). *¿ Tiene salvación europa?* El País, 16

Krugman, P. (2012). *¡Acabad ya con esta crisis!* Crítica

Moreno Ayala, José Gerardo (2005). *El postkeynesianismo y el evolucionismo: elementos de análisis del Estado ante la globalización*. Quivera, enero-junio, 172

Nadal, A. (2008). *La crisis financiera de estados unidos*. Boletín Económico De ICE, Información Comercial Española, (2953), 19-29.

Novelo Urdanivia, F. (2010). *De keynes a keynes: La crisis económica global, perspectiva histórica*. España: B - EUMED.

Ortega, E y Peñalosa, J. (2012): *"Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM"*, Banco de España, Documento Ocasional nº 1201.

Palley Thomas, I. (2009). *Del keynesyanismo al neoliberalismo: Paradigmas cambiantes en economía*. Economía, UNAM, 2(004)

Sala-i-Martin, X. (2008). *"Crisis (1): qué ha pasado"*, La Vanguardia, 2008.

Stiglitz, J. E. (2010). *Caída libre: El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial* Taurus Ediciones.

Stiglitz, J. E. (2011). *Curas para la economía*.

Toscano, O. M. (2009). *La crisis económica mundial*. Contexto y algunos elementos explicativos a partir de Keynes y Hyman Minsky. Apuntes del CENES, 28(48), 9-26.31

Trujillo, J.A. (2011). *Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*. FEF: Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la fundación nº 42.

Ubide, A. (2011). *Estados Unidos" versus" Eurozona. Dos historias paralelas*. Información Comercial Española, ICE: Revista de economía, (863), 61-66.

Wechsler, F. S. (2009). *Recesión global y tentación proteccionista*. Información Comercial Española, ICE: Revista de economía, (851), 67-76

ANEXO

Cuadro 1: Evolución comparativa del PIB per cápita (PPA) (UE-27=100)

Año	UE-25	UE-15	Alemania	Irlanda	España	Francia	Italia	Finlandia	Reino Unido	Estados Unidos
1997	104.9	115.5	124.3	114.7	93.3	114.6	119.0	110.6	118.2	160.8
1998	105.0	115.4	122.4	121.2	95.3	115.0	119.7	114.3	117.6	160.7
1999	105.0	115.4	122.1	126.0	96.3	114.8	117.5	115.0	117.8	162.7
2000	105.0	115.3	118.5	130.9	97.3	115.4	116.9	117.2	119.0	161.1
2001	104.8	114.9	116.6	132.6	98.1	115.7	117.8	115.7	119.8	156.5
2002	104.6	114.3	115.2	137.9	100.5	116.0	111.9	115.1	120.6	154.2
2003	104.4	113.7	116.5	140.5	101.0	111.8	110.7	112.8	121.8	156.3
2004	104.2	113.2	116.3	142.0	101.0	110.0	106.7	116.2	123.7	157.3
2005	104.1	112.8	116.9	144.1	102.0	110.6	104.8	114.1	121.9	159.0
2006	103.9	112.2	115.7	147.3	104.0	109.0	103.8	114.8	120.7	158.0
2007	103.7	111.7	114.8	150.3	105.4	108.9	101.9	115.8	118.9	155.7
2008	103.5	110.8	115.8	139.5	103.9	107.3	100.5	115.0	117.5	154.3

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat, <http://ep.eurostat.ec.europa.eu>

Cuadro 2: Indicador de confianza del consumidor

	ICC-ICO	Situación actual	Expectativas
IVT 04	90,9	81	100,9
IT 05	94,9	85,2	104,7
IIT 05	91,2	84,1	98,4
IIIT 05	90,4	84	96,8
IVT 05	85,6	77,9	93,4
IT 06	88,8	79,8	97,8
IIT 06	84,9	78,2	91,6
IIIT 06	86,8	81,8	91,9
IVT 06	88,8	83,4	94,2
IT 07	89,9	84,4	95,3
IIT 07	93,4	87,1	99,7
IIIT 07	86,4	81,2	91,6
IVT 07	74,9	65,9	83,8
IT 08	73,6	59,6	87,6
IIT 08	57,3	43,6	71
IIIT 08	49,1	33,4	64,8
IVT 08	49,3	29,1	69,4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto de Crédito Oficial
ICC: Indicador de Confianza del Consumidor