



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

CRISIS FINANCIERA DE 2008: CAUSAS, CONSECUENCIAS Y SITUACIÓN ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO

Autor: Jorge Ochoa Mosquera
Director: Borja Del Palacio Tornos

Índice

1. Introducción.....	4
2. Causas de la Crisis Financiera de 2008	6
2.1. Período de desregularización del sector y crisis financieras previas	6
2.2. Desarrollo de productos financieros complejos. El auge de los derivados.....	7
2.3. La burbuja (2001-2007).....	11
2.3.1. Entrada en escena de las Credit Default Swaps (CDS) y la caída de AIG	14
2.3.2. Los bancos de inversión comienzan a apostar en contra de las CDOs.....	16
2.3.3. Papel de las agencias de <i>rating</i> (igual podía ponerse antes de la burbuja)	17
3. Consecuencias de la Crisis Financiera	19
3.1. Los inicios de la Crisis Financiera (2007-2009).....	19
3.1.1. Ruptura en la cadena de titulización.....	19
3.1.2. Crisis de liquidez	20
3.1.3. Plano macroeconómico y social	22
3.2. Nueva década (2010-actualidad).....	24
3.2.1. Crisis de la Zona Euro (2010-2014)	25
3.2.2. Pronta recuperación de la estabilidad en EE. UU.....	28
4. Medidas adoptadas por los principales Gobiernos y organismos internacionales	30
4.1. Medidas adoptadas en EE. UU.....	30
4.1.1. Medidas de política monetaria (Troubled Asset Relief Plan)	31
4.1.2. Paralización de embargos	33
4.1.3. Reactivación de la economía y apoyo a los contribuyentes	34
4.2. Medidas adoptadas en Europa	36
4.2.1. Medidas ante la Crisis Económica Global (2007-2009).....	36
4.2.2. Medidas ante la Crisis de la Zona Euro (2010-2014).....	40
5. ¿Es factible una nueva crisis financiera en el corto plazo?	45
5.1. Situación financiera actual y mecanismos de prevención	45
5.1.1. Estados Unidos	45
5.1.2. Europa.....	48
5.2. Opinión Personal	50
6. Conclusiones	53
7. Bibliografía	55

Índice de Ilustraciones

Ilustración I	9
Ilustración II	11
Ilustración III	12
Ilustración IV	13
Ilustración V	14
Ilustración VI	17
Ilustración VII	23
Ilustración VIII	24
Ilustración IX	42

Resumen

Los orígenes de la Crisis Financiera de 2008 se remontan más allá de los primeros signos de la Crisis de las hipotecas *subprime* en el verano de 2007. Es el resultado de un largo período de desregularización y liberalización a ultranza que tuvo efectos dramáticos sobre la economía mundial.

Los bancos de inversión junto con los reguladores jugaron un papel fundamental tanto en las causas como en las medidas adoptadas ante las consecuencias devastadoras. Todo ello nos conduce a preguntarnos si es posible una nueva crisis a nivel global o si, por el contrario, el sistema financiero actual es sólido, dejando atrás las deficiencias del pasado.

Palabras Clave: Crisis Financiera, Hipotecas *Subprime*, Cadena de Titulización, *Ratings*, Recesión Económica, Medidas, COVID-19

Abstract

The 2008 Financial Crisis' origins lay far beyond the first signs that appeared in summer 2007 with the Subprime Mortgage Crisis. The Financial Crisis is the result of a long deregulation & liberalization period which inevitably ended with dramatic effects among world economies.

Investment banks, alongside institutional regulators, played an important role both in the causes and in the measures taken to reduce the devastating impact. All of it drives us to question if a new crisis on a global scale is possible or if the actual financial system is solid enough, leaving behind the shortcomings of the past.

Key Words: Financial Crisis, Subprime Mortgages, Securitization Chain, Ratings, Economic Recession, Measures, COVID-19

1. Introducción

Son por todos conocidas las consecuencias que supuso la quiebra del sistema financiero durante la última Crisis Financiera de 2008, distando de las propias de un mero período de recesión. Esta Crisis tuvo efectos dramáticos para muchos Estados que hoy en día siguen recuperándose de aquella tragedia tanto a nivel económico como social.

El motivo de la elección de este Trabajo es realizar un análisis en profundidad para poder dar una respuesta la pregunta planteada sobre la posibilidad de una nueva crisis. Se trata de una temática interesante, tanto desde el aspecto económico como regulatorio, lo que nos ayudará a plasmar el proceso que condujo a la actual y nos ayudará a evaluar la toma de decisiones actuales. Otro de los aspectos por los que me incliné hacia esta temática eminentemente económica, es el aspecto ético y la valoración de actuaciones dentro un sistema cuanto menos opaco de cara al público.

El objetivo principal de este Trabajo de Fin de Grado es transmitir una imagen fiel sobre la situación del sistema financiero internacional y su relación con la Crisis Financiera de 2008.

A través de este trabajo se busca explicar cuáles fueron las causas de dicha Crisis Financiera y las principales medidas que adoptaron las grandes instituciones financieras a nivel global para paliar sus efectos tras haber realizado un profundo análisis sobre las mismas. La finalidad es relacionar aquello con la situación actual del mercado en aras de identificar como el sistema financiero se ha reinventado para evitar una más próxima que tardía crisis financiera.

La metodología empleada para poder identificar dicha relación es a través de un análisis comparado entre lo acontecido en 2008, las causas, efectos y medidas adoptadas, con la situación hoy en día, para ver posibles deficiencias y signos que pudieran conducir a nueva recesión económica.

Otro de los objetivos es mostrar las deficiencias del sistema regulador en el control de las instituciones financieras durante los años previos, así como identificar si a través de las medidas adoptadas por las distintas instituciones reguladoras (principalmente el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de EE. UU.) durante estos años, el sistema financiero resulta ser suficientemente sólido y compacto.

Por último, se pretende dejar constancia de la estrecha relación que aportan los índices macroeconómicos con respecto a los años previos a una recesión y su análisis bajo las circunstancias actuales.

La estructura seguida constará de cinco apartados. En el primero de ellos se tratará de resumir todo lo acontecido en el período anterior a la Crisis, así como un análisis de las actuaciones en detalle que pudieron conducir a dicha situación. Posteriormente se evaluarán las distintas consecuencias tanto dentro del sector financiero como sus efectos en el ámbito macroeconómico a través de una escisión en los dos principales focos (Europa y Estados Unidos).

Seguidamente se examinarán las medidas adoptadas por los distintos Gobiernos y entes reguladores con el objetivo de plasmar el contexto actual y poder, por último, responder a la cuestión planteada en el cuarto apartado, *¿es factible una nueva crisis financiera en el corto plazo?*

2. Causas de la Crisis Financiera de 2008

Podría pensarse que la Crisis Financiera que tuvo lugar en 2008 fue un accidente y que no se podía haber previsto con anterioridad. Sin embargo, la realidad es que la Crisis fue causada por una industria financiera fuera de control.

Sin duda, las principales causas y alicientes de la Crisis Financiera de 2008 tuvieron lugar en los Estados Unidos de América (en adelante EE. UU.) por lo que se hará énfasis en lo ocurrido en dicho país en el periodo previo a 2008 y se completará con lo acontecido en Europa durante ese mismo período.

2.1. Período de desregularización del sector y crisis financieras previas

Después de la Gran Depresión, los EE. UU. vivieron 40 años de crecimiento económico sin sufrir ninguna crisis financiera. El negocio financiero se encontraba fuertemente regulado a modo de prevención (entre otros, bajo el *Glass-Steagal Act* de 1933), existiendo una escisión entre la banca comercial y la banca de inversión con el objetivo de evitar que los bancos de inversión pudieran especular con los ahorros de sus clientes y limitando sus fuentes de financiación al mercado.

Los bancos de inversión que trabajaban con bonos y acciones eran sociedades mucho más pequeñas de lo que lo son hoy en día, siendo los propios socios los que aportaban el dinero, por lo que se incrementaba el control y vigilancia sobre el mismo. Desde los años 80, se produce un auge del sector financiero motivado por la flexibilización de las limitaciones sobre las operaciones de los bancos de inversión.

El periodo de desregularización tuvo su origen en el *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980, a través del cual se rebajaron ciertas limitaciones en torno a la oferta en los tipos de interés y que supuso el primer paso. (Pineda, 2011)

Con la llegada de Alan Greenspan a la presidencia de la Reserva Federal de EE. UU. en 1987, el proceso de desregularización se intensificó y Wall Street extendió su poder económico hacia un control sobre las principales fuerzas políticas.

Entre las normativas más destacadas se encuentran el *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* de 1994 y, sobre todo, el *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999 que supuso la mayor expresión de la liberalización a ultranza defendida por Alan Greenspan. A través de esta última, se derogó parte de la normativa contenida en el *Glass-Steagal*

Act de 1933, permitiendo a los bancos ofrecer banca comercial y de inversión indistintamente.

Con este movimiento se permitió la fusión de CitiCorp y Traveler y abrió el camino para futuras fusiones de gran magnitud dentro del sector financiero. Asimismo, permitió que los bancos comerciales pudieran entrar en el negocio de los bancos de inversión y, por tanto, pudieran asumir más riesgos con los depósitos de sus clientes. (Pineda, 2011)

El propio George Soros hizo una metáfora sobre la desregularización en la que comparaba los mercados financieros con un buque petrolero.

“Son muy grandes, y se tiene que poner el petróleo en compartimentos para evitar que su movimiento haga volcar al barco. Después de la gran depresión las normas implementaron compartimentos herméticos. La desregulación trajo aparejada el fin de la compartimentación.” (George Soros, presidente del Soros Fund Management, 2011)

A la par que se acrecentaba la desregularización, crecía la inestabilidad en los mercados financieros que acabó derivando en la Crisis de las empresas *DotCom* a comienzos del siglo XX. Los bancos de inversión habían contribuido a la creación de una burbuja de precios en las empresas tecnológicas que cotizaban en el NASDAQ (bolsa de valores del sector de la industria tecnológica estadounidense) entre 1995 y marzo del 2000 (cuando el NASDAQ alcanzó su pico de valor). Esta burbuja de precios, basada únicamente en la especulación y la falta de datos económicos que aportaran evidencias sobre la estabilidad de esos valores, acabó derivando en una caída de igual magnitud a la subida experimentada en los años anteriores. (Hayes, 2019)

2.2. Desarrollo de productos financieros complejos. El auge de los derivados

El culmen del proceso de desregularización llegó con el auge, a finales de los años 90, de los derivados, productos financieros complejos elaborados por los bancos de inversión, y que ganaron una importante cuota en demanda dentro del mercado de productos y servicios financieros.

El funcionamiento de los derivados puede llegar a ser muy complejo. En términos simples, un derivado es un producto financiero cuyo valor se basa en el precio de otro

activo permitiendo a los banqueros apostar a cualquier cosa, la subida o bajada del crudo, la quiebra de una empresa o el tiempo que va a hacer esta semana.

El comentado auge de los derivados trajo consigo un importante debate. Al principio, famosos economistas y banqueros predicaban que los derivados hacían más seguros a los mercados, sin embargo, el efecto fue el contrario y los mercados se volvieron más inestables. (Hera, 2009)

Ni las fuerzas políticas ni los principales bancos de inversión se tomaron en serio la posible inestabilidad de la innovación que estaban introduciendo en los mercados financieros. En sus decisiones pesaba más la prosperidad económica que se pensaba que iban a traer consigo, que los signos inequívocos de donde estaban conduciendo a la economía.

Con la aprobación por parte del Congreso de los EE. UU. del *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA) en el año 2000, el mercado de derivados dejó de estar bajo la regulación de futuros y se prohibía toda regulación sobre el mismo, limitando aún más el poco control existente. Tras la aprobación de este Acta, el uso e innovación sobre los productos financieros complejos aumentó considerablemente. (Stout, 2010)

Cuando en 2001 George W. Bush asumió la presidencia de EE. UU., el sector financiero era muy rentable, poderoso y más concentrado que nunca. Este mercado estaba controlado por cinco bancos de inversión (Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, y Bear Stearns), dos conglomerados financieros (Citigroup, JP Morgan & Chase), tres compañías de seguros (AIG, MBIA, AMBAC) y tres agencias de *rating* o calificación (Moody's, Standard & Poor's y Fitch). Para unirlos a todos estaba el *securization food chain* (titulización de la cadena alimentaria), un nuevo sistema que conectaba billones de dólares en hipotecas y otros préstamos con inversores por todo el mundo. (Gallant, 2019)

Ilustración I. *Titulización de la cadena alimentaria*



Fuente: Elaboración propia

En condiciones normales, las hipotecas son concedidas por entidades locales que reciben un pago mensual de sus deudores y al tardar una hipoteca varios años en amortizarse, estas entidades son cuidadosas con los pagos que recibían (minimizando reinversiones de los mismos). En términos simples, cuando una persona solicita un préstamo, la persona o entidad que presta el dinero confía en que ese préstamo sea devuelto y su beneficio se limita al interés pactado. (Tardi y Scott, 2020)

A través de esta cadena, el proceso constaba de cuatro fases diferenciadas.

En primer lugar, los prestamistas concedían las hipotecas u otros préstamos (como aquellos para la compra de un vehículo, educación, etc.) a los propietarios o solicitantes.

En la segunda fase, los prestamistas (o entidades locales) vendían estos préstamos a los bancos de inversión, deshaciéndose del riesgo que corrían en caso de que el mismo no se amortizara. Asimismo, estas entidades gozaban de un importante beneficio contable ya que, al vender las hipotecas, reducían sus niveles de pasivo (aumentando además la liquidez) y podían conceder nuevos préstamos y mantener la cadena en constante movimiento.

En la tercera fase, los bancos de inversión se encargaban de combinar miles de hipotecas y otros préstamos para crear complejos derivados llamados Obligaciones de Deuda Colateral (CDO; *Collateralized Debt Obligations*). Este tipo de productos, se incluyen dentro de las MBS (*Mortgage Backed Securities*), que son préstamos concedidos con un activo subyacente por lo que, en caso de impago por parte del prestamista, el prestatario podrá quedarse con el activo.

En la última fase, los bancos de inversión se encargaban de vender estos productos complejos (CDOs) a inversores internacionales. Por tanto, cuando un propietario pagaba

su hipoteca, el pago no era recibido por la entidad local con la que había contratado en primera instancia, sino por inversores de todo el mundo. (Conley, 2019)

Asimismo, los bancos de inversión contrataban a agencias de *rating* para que calificaran las CDOs que estaban vendiendo a sus inversores. El problema es, que lejos de ajustarse a la realidad, muchas de estas CDOs recibían una calificación AAA (triple A) que es la más alta posible y, por ende, la más segura. Además, las agencias de *rating*, a las que pagaban los bancos de inversión, no tenían ninguna responsabilidad si sus calificaciones resultaban ser erróneas. (Menezes y Rodil, 2012)

He aquí donde surge uno de los grandes problemas, ya que los inversores (muchos de ellos desconocedores siquiera de que era una CDO) creían que los productos que adquirirían eran muy seguros y ofrecían una alta rentabilidad, por lo que eran de lo más atractivos.

Otro de los grandes problemas, surge en torno a los créditos o hipotecas *subprime*. Una hipoteca *subprime* es aquella que es concedida a prestatarios que gozan de una baja calificación crediticia y, por ende, tienen menor capacidad para repagar el préstamo concedido, provocando en muchos casos el impago. (Banco de España, 2017)

Ninguno de los agentes involucrados en la cadena de titulización prestó especial atención a estos hechos y los créditos a clientes NINJA (*el acrónimo de la expresión “no income, no job and no assets”*) aumentaron de forma drástica en el periodo previo a la Crisis. Los prestamistas relajaron sobremanera las condiciones ofertadas lo que dio acceso a este público y, por su parte, los bancos de inversión estaban más preocupados de dar salida a las CDOs, ya que cuantas más CDOs vendiese, más beneficios recibían. (Menezes y Rodil, 2012)

Los bancos de inversión, en vez de crear un sistema de productos derivados con una calificación acorde a su riesgo, prefirieron apostar por los créditos *subprime* ya que llevaban asociado un tipo de interés más altos (lo que los hacía más atractivos) y se les otorgaba la misma calificación que a productos con una seguridad mucho mayor. Esto, junto con un incremento en los tipos de interés estatales, condujo a un crecimiento masivo de los créditos abusivos donde los deudores se veían obligados a contraer créditos *subprime* que no podían repagar, entrando un círculo vicioso de precios e intereses alcistas.

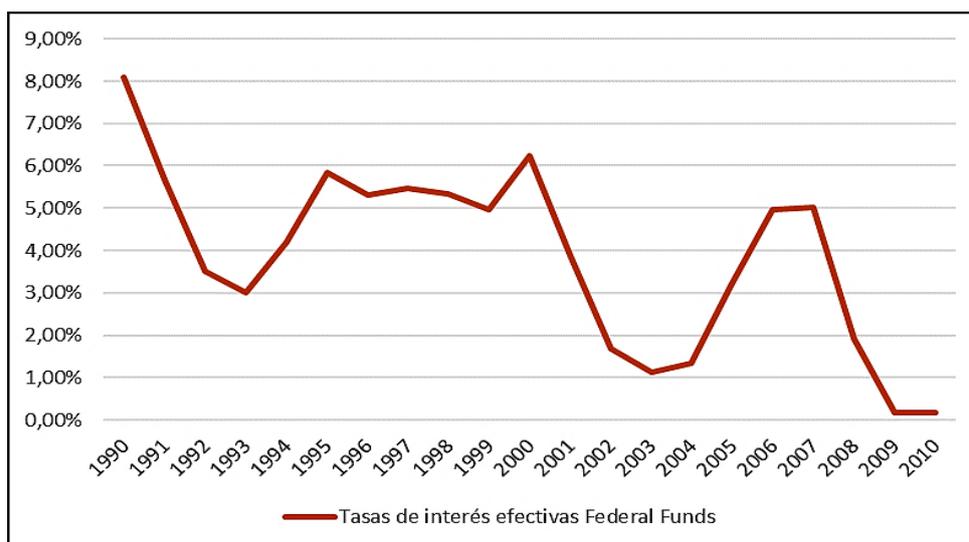
2.3. La burbuja (2001-2007)

Paul Krugman defendía que para llegar a una situación de déficit comercial es necesaria una entrada de capital equivalente para su financiación, lo que puede provocar una bajada en los tipos de interés y conducir a la creación de burbujas.

"Durante un tiempo, la avalancha de capital creó la ilusión de riqueza en esos países, de la misma forma que lo hizo para los propietarios de viviendas en Estados Unidos: los precios de los activos subían, las divisas eran fuertes, y todo parecía correcto. Pero las burbujas siempre se pinchan antes o después, y el milagro económico de ayer se ha convertido en el caso desesperado de hoy, naciones cuyos activos se han evaporado pero cuyas deudas se mantienen de modo muy real" (Paul Krugman, 2009)

El estallido de la burbuja de precios de las empresas tecnológicas que mencionábamos anteriormente derivó en un periodo de recesión que la Reserva Federal (FED) intentó paliar bajando los tipos de interés (desde el 6,5% al 1%) y se instauraron mecanismos para facilitar el acceso al crédito con menores exigencias que antaño. Sin embargo, desde 2004, la Reserva Federal decidió subir aumentar los tipos con el objetivo de controlar la inflación, y rápido se pasó de una tasa del 1% en 2004 a una superior al 5% en 2006.

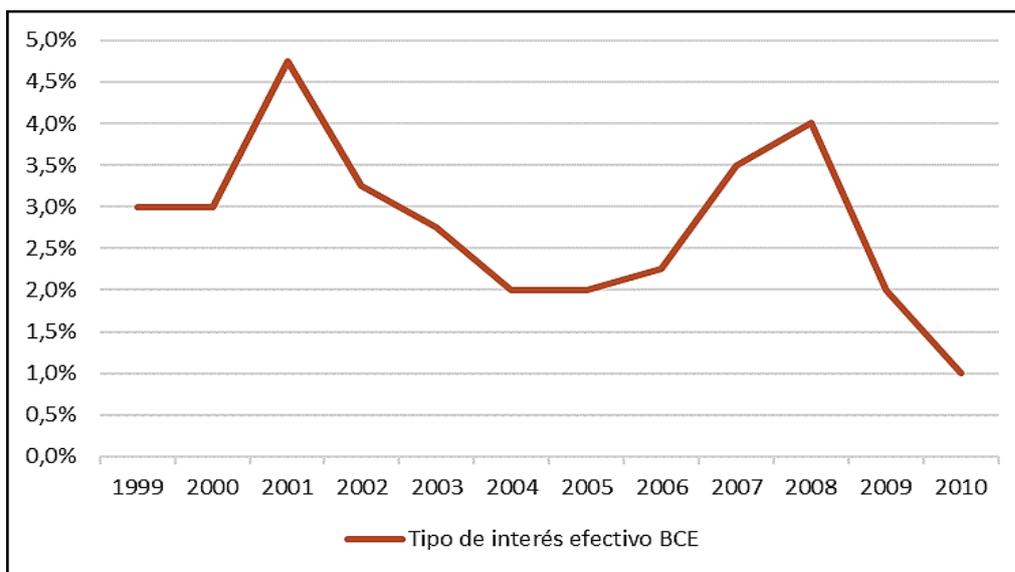
Ilustración II. *Tipos de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos*



Fuente: Elaboración propia con datos del Board of Governors of the FED.

En Europa, durante la década previa a la Crisis Financiera, el tipo de interés no sufrió una variación tan fuerte como en Estados Unidos. Si que es cierto que tras la burbuja tecnológica se adoptaron medidas para reducir gradualmente el tipo de interés del Banco Central Europeo (BCE) hasta el 2%. No obstante, tal y como aconteció en Norteamérica, los tipos de interés fueron aumentando hasta el pinchazo de la burbuja (en 2008 el tipo de interés era de 4,25%)

Ilustración III. *Tipos de interés en la Unión Europea*

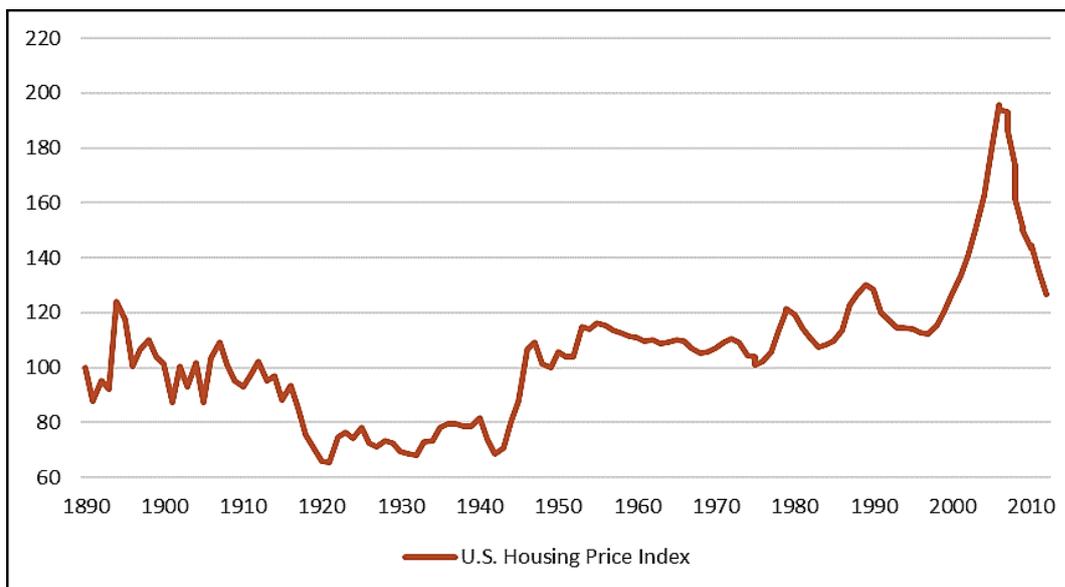


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo (BCE)

La bajada de los tipos de interés provocó que cientos de millones de dólares entraran cada año en la cadena de titularización. Con la facilidad para conseguir la concesión de una hipoteca, junto a la bajada de tipos de interés, comenzó un proceso que haría cada vez más atractivo comprar una vivienda. Esto provocó que entre 2001 y 2006, el porcentaje de hipotecas formalizadas con créditos *subprime* (sobre el total de hipotecas concedidas cada año) se cuadruplicara (alcanzando el 23,5% en 2006). (Menezes y Rodil, 2012)

Esto alimentaba un círculo vicioso que causó que los precios de las viviendas se dispararan y los tipos de interés subieran, conduciendo a la mayor burbuja económica de la historia. En el periodo entre 1996 y 2006, los precios de la vivienda casi se duplicaron.

Ilustración IV. Precios de la vivienda en Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Case-Schiller Index (precio de referencia – 1980)

La última gran burbuja inmobiliaria data de finales de los años 80, que ya provocó una recesión relativamente grave, aunque el aumento de los precios en términos relativos fue bastante inferior.

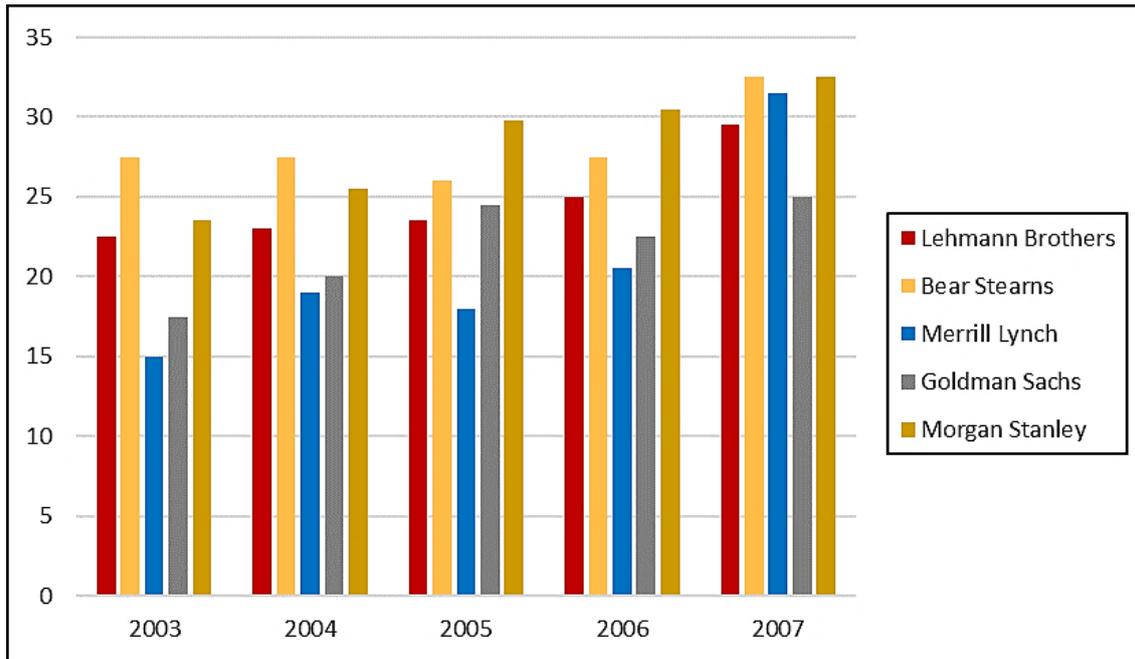
Fue el apetito del sector financiero lo que condujo al resto de la sociedad a entrar en esta espiral de precios en la que todo estaba permitido. Las bonificaciones en Wall Street y la concesión de créditos *subprime* se dispararon durante la burbuja inmobiliaria.

Los beneficios de las instituciones financieras se dispararon, hasta tal punto que en 2006 el 40% de los beneficios del índice S&P 500 provenían de estas entidades. En palabras del periodista jefe de economía del Financial Times, Martin Wolf, *“estos ingresos y beneficios no eran reales, era dinero creado por el sistema que habían desarrollado y eran contabilizados como ingresos. Visto en perspectiva, se trataba de un gran sistema no solo nacional sino global, un esquema ponzi a gran escala.”*

Durante la burbuja inmobiliaria, los bancos de inversión pidieron más préstamos para adquirir más créditos y así poder desarrollar más CDOs. Esto derivó en que el nivel de apalancamiento de los bancos aumentara considerablemente hasta niveles casi insostenibles.

En 2004, Henry Paulson (presidente del Consejo de Goldman Sachs) ayudó a realizar fuertes presiones sobre la SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*) para que ésta aumentara el límite de apalancamiento permitido, ayudando a los bancos a aumentar la cantidad de dinero que pedían prestado. La SEC accedió a levantar el límite y esto permitió que los bancos pudieran arriesgar en mayor medida. (Pineda, 2011)

Ilustración V. *Ratios de apalancamiento de los principales bancos de inversión*



Fuente: *Elaboración propia a partir de Informes Anuales de las compañías (Yale Case Study)*

El nivel de apalancamiento de los bancos, como se puede apreciar en el gráfico, aumentó considerablemente, quedando algunos bancos apalancados más allá de 30x (30 unidades monetarias de deuda por cada una de capital), reduciendo el valor de sus activos a niveles que les volvían insolventes.

2.3.1. Entrada en escena de las Credit Default Swaps (CDS) y la caída de AIG

Sin embargo, el apalancamiento no era la única causa que avocaba al sistema financiero al fracaso. AIG, la compañía de seguros más grande del mundo estaba comercializando una enorme cantidad de derivados denominados Permutas de Incumplimiento Crediticio (más conocidas como *Credit Default Swaps* o CDS).

Para los inversores que ostentaban CDOs, el funcionamiento de las permutas era el siguiente. Las CDS actuaban como un seguro sobre el impago de las CDOs, pagando los inversores una cuota trimestral a AIG. A cambio AIG, en caso de que la CDO fuese mal, se comprometía a compensar a los inversores las pérdidas. (Pinsent, 2020)

Sin embargo, al contrario que en un seguro normal, los especuladores podían adquirir CDS a AIG para apostar en contra de CDOs que no poseían. En líneas generales, con un seguro solo puedes asegurar cosas que poseas y una única vez. El universo de los derivados permite que, si un propietario asegura un bien, cualquiera que lo desee pueda asegurarlo.

El problema aparece cuando el seguro tiene que entrar en acción porque lo que se haya asegurado ha sufrido algún tipo de deterioro. En ese caso, las pérdidas en el sistema aumentan exponencialmente ya que no solo se tiene que compensar al propietario del bien, sino que deberán compensar a todo aquel que lo haya asegurado también.

A mayor inri, como no existía regulación sobre el mercado de CDS, AIG no tenía obligación de apartar una cantidad de dinero para hacer frente a posibles pérdidas que surgieran. No obstante, en caso de que la CDO no se repagara, AIG estaría en riesgo ya que tendría que devolver dinero tanto a inversores como a especuladores.

Durante esta época de bonanza económica, AIG recompensaba a sus trabajadores por asumir grandes riesgos. En la mejor época, éstos generaban rentas y beneficios lo que derivaba en bonificaciones salariales. No obstante, esto llevaría a la compañía a la quiebra con el tiempo ya que se trataba de un sistema de compensación distorsionado. (Pineda, 2011)

La estructura de incentivos concedía grandes bonus sustentados en beneficios a corto plazo pero que no imponían penalizaciones por pérdidas posteriores. Estos bonus instaban a los bancos de inversión y aseguradoras a asumir riesgos que podrían destruir no solo a sus propias empresas sino a todo el sistema financiero.

Durante la burbuja, la división de productos financieros de AIG adquirió cantidades desorbitadas de CDS, siendo muchas de ellas sobre CDOs respaldadas por hipotecas *subprime*. Esto provocó que, ante una eventual caída generalizada de las CDOs, AIG no tuviera suficiente liquidez para hacer frente a los pagos de todos los seguros.

En 2007 los auditores de AIG encendieron las alarmas ya que se percataron de la situación dramática en la que se encontraba la compañía, aunque ésta en muchas ocasiones se negara a que se investigaran las cuentas de su división financiera.

2.3.2. Los bancos de inversión comienzan a apostar en contra de las CDOs

A finales de 2006, los grandes bancos de inversión (siendo el mayor exponente Goldman Sachs) decidieron no solo comercializar CDOs tóxicas, sino que empezaron a negociar contra ellas activamente a la vez que públicamente seguían defendiendo que se trataba de inversiones seguras (con *ratings* AAA asimilándolas a las Letras del Tesoro americano) y de gran rentabilidad.

La forma en la que estos bancos de inversión apostaban de forma oculta en contra de las CDOs, motivados por la caída del negocio inmobiliario, era a través de las CDS a modo de especuladores. Entonces, en caso de que las CDOs fallasen, estos bancos recibirían dinero por ello.

Lo incomprensible de esta situación es que los propios bancos que vendían esos productos, compuestos de hipotecas *subprime* entre otros, decidieron que no debían optar por avisar a los clientes de que ya no creían en los productos financieros que estaban comercializando, sino que optaron por seguir haciendo dinero a costa del riesgo de otros. Cabe destacar que en 2007 Goldman Sachs empezó a comercializar CDOs diseñadas exclusivamente para que cuanto más perdiera el cliente, más ganase Goldman Sachs a través de las CDS.

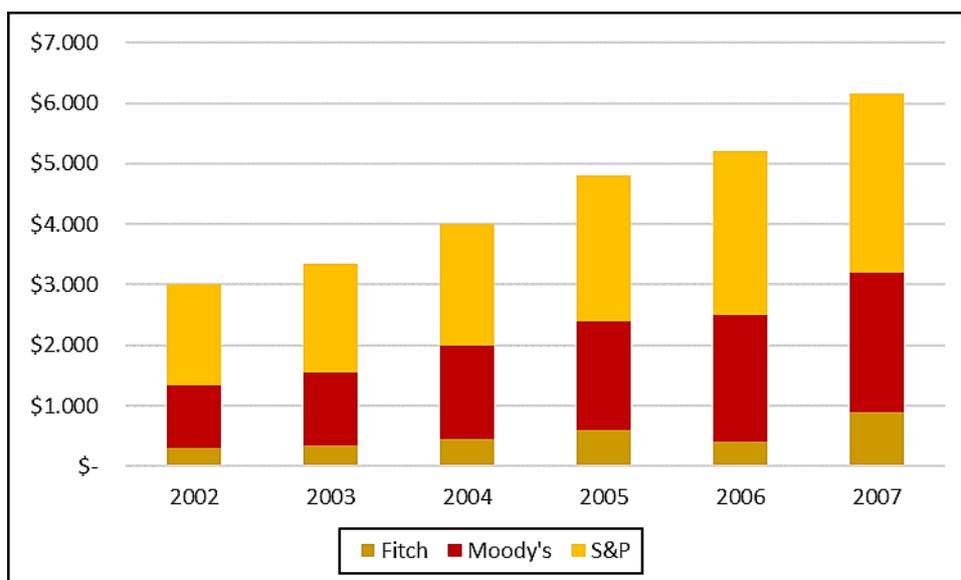
Pero Goldman Sachs no era el único banco de inversión que realizaba este tipo de prácticas, sino que se volvieron comunes en la industria bancaria. Otros bancos de inversión como Lehman Brothers, Morgan Stanley, JP Morgan, así como fondos de inversión como Tricadia o Magnetar también apostaban en contra de CDOs que ellos mismos habían diseñado para ganar miles de millones de dólares que a la vez perdían sus clientes. La situación no hizo sino empeorar ya que las CDOs seguían vendiéndose a los clientes como inversiones muy seguras con el *rating* más alto posible. (Pinsent, 2020)

2.3.3. Papel de las agencias de rating

Para cerrar el capítulo de causas de la Crisis Financiera, debemos hacer mención expresa al papel fundamental que desempeñaron las agencias de *rating* en la caída del sector financiero.

Las tres principales agencias de *rating* a nivel global (Moody's, Standard & Poors y Fitch) ganaron miles de millones de dólares otorgando calificaciones seguras a productos financieros de alto riesgo. Al igual que los bancos de inversión, las agencias de calificación también aumentaron sus beneficios considerablemente durante el período de la burbuja.

Ilustración VI. *Evolución de ingresos en las 3 principales agencias de calificación (en millones)*



Fuente: Elaboración propia a partir de Informes anuales de las agencias

Las agencias de *rating* eran las encargadas de dar el visto bueno a los productos que ofrecían los bancos a sus inversores, por lo que si ellos consideraban que la inversión era arriesgada debía ser calificada como tal y, por tanto, llevarían un tipo de interés más alto para compensar el riesgo soportado por el cliente. (Menezes y Rodil, 2012)

Pero con la continua reestructuración y venta de activos para transmitir el riesgo, se alcanzó un punto en el que no era posible determinar el riesgo real de los productos que se estaban comercializando. Aunque nunca llegó a admitirse, las agencias de calificación

no podían cumplir con su trabajo de forma lúcida, ya que no eran capaces de determinar el riesgo real de los productos.

El problema surge cuando las agencias de *rating* comienzan a otorgar calificaciones AAA a productos financieros que llevan asociado un riesgo alto de impago. El porqué de esta práctica es única y exclusivamente el beneficio que podían obtener de ello. Desconocían el verdadero riesgo de los productos y aun así decidieron ser partícipes del entramado para lucrarse. (Oliete, 2012)

Los bancos de inversión acudían a las agencias de *rating* para que éstas calificaran sus productos, ofreciéndoles altas sumas de dinero en caso de que el producto financiero obtuviera una calificación de AAA. No obstante, en caso de que no les fueran otorgadas dichas calificaciones no obtendrían ningún beneficio y los bancos acudirían a otra agencia.

Muchos se preguntan por qué las agencias de calificación no decidieron alertar a los organismos supervisores de lo que estaba acaeciendo. No obstante, habría sido suficiente con que hubieran comunicado a los bancos de inversión que iban a ser más estrictos con sus estándares o que realmente desconocían el riesgo de los títulos que estaban calificando. De esta forma, hubiera cesado inmediatamente la disponibilidad de fondos a los solicitantes de riesgo.

Por último, cabe destacar algo tan inaudito como que la defensa de las agencias de *rating* durante los procesos judiciales, a los que se vieron sometidas por sus actuaciones, estaba basada en que las calificaciones AAA eran simplemente opiniones e indicaciones. Por tanto, alegaban que los inversores no tenían por qué seguirlas.

3. Consecuencias de la Crisis Financiera

Mediado el 2007, en EE. UU. aparecieron los primeros síntomas de la Crisis Financiera en un sector del mercado hipotecario, las ya mencionadas hipotecas *subprime* o de alto riesgo.

Estos síntomas se extendieron por todo el panorama internacional que se encontraba en un período de bonanza y crecimiento continuo que venía acompañando una infravaloración globalizada de los riesgos. Esto había provocado que los precios de los bienes se dispararan, así como los ratios de endeudamiento en el sector privado.

Para poder realizar un análisis detallado de las consecuencias, habrá que indagar en las mismas por períodos temporales para poder crear una línea temporal que nos ayude a la hora de observar que medidas adoptaron los diferentes Gobiernos para paliar sus efectos.

3.1. Los inicios de la Crisis Financiera (2007-2009)

Para poder mostrar de forma detallada las consecuencias a nivel internacional que tuvo la Crisis durante este periodo de tiempo, tanto antes (con los primeros signos del verano de 2007) como inmediatamente después de la caída generalizada del mercado. Las mismas se agruparan en función del ámbito económico sobre el que produzcan sus efectos.

3.1.1. Ruptura en la cadena de titulización

La primera gran consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria en agosto de 2007 fue una extendida crisis de liquidez de las principales entidades bancarias. Para poder explicar esta falta de liquidez debe narrarse como se llegó a tal situación.

El detonante lo podemos encontrar en el ajuste, a principios de 2006, del sector inmobiliario americano tras un prolongado período de expansión en los años previos. En 2007, comenzó con un generalizado aumento del número de embargos por morosidad en las hipotecas *subprime*, lo que provocó una caída escalonada en la cadena de titulización de activos. (Menezes y Rodil, 2012)

Los acreedores no eran capaces de vender los préstamos a bancos de inversión, que querían alejarse lo máximo posible de estos activos motivados por el cambio de tendencia en el sector inmobiliario. Los acreedores fueron los primeros en pagar los platos rotos, ya

que cuando los créditos empezaron a ir mal, muchas de las entidades acreedoras quebraron.

Con el repunte de la percepción del riesgo, el mercado de las CDOs colapsó (los activos financieros bajaron bruscamente de precio), dejando a los bancos de inversión con miles de millones de dólares y euros en créditos, CDOs y bienes inmuebles a los que eran incapaces de dar ninguna salida.

Según avanzaba la caída en el precio de los activos inmobiliarios y sus derivados, las instituciones financieras se vieron obligadas a llevar a cabo un proceso de desapalancamiento a través de la liquidación de activos (financieros e inmobiliarios) ya que se encontraban atrapados entre altos niveles de deuda y pasivos y una fuerte escasez de capital, a la vez que eran incapaces de deshacerse de los préstamos. El proceso de desapalancamiento y descapitalización, motivado por la falta de liquidez, provocó un descenso de los precios más intenso y generaba nuevas pérdidas. (Mathiason, 2008)

En EE. UU. la Crisis Financiera sorprendió tanto al Gobierno liderado por Bush como a la Reserva Federal (liderada por su presidente, Ben Bernanke). En una reunión del G7 celebrada en febrero de 2008, el secretario del Tesoro de EE. UU., Henry Paulson (antiguo presidente de Goldman Sachs), durante una rueda de prensa afirmó que las previsiones eran de mayor crecimiento y que no habría recesión. La realidad no obstante es que la recesión había comenzado casi medio año antes con las caídas de bancos menores en octubre de 2007.

3.1.2. Crisis de liquidez

La rotura en la cadena de titulización provocó el deterioro de los sistemas financieros tanto de EE. UU. como europeos. Se generó una convulsión del sistema al bajar el precio de los activos por su pronta liquidación, lo que trasladaba la desconfianza de los bancos a los inversores, haciendo caer aún más el precio.

La bajada del precio de los activos provocó que se vendieran a pérdidas, lo que generó que el valor de los activos fuera inferior a las obligaciones. En términos absolutos, esto quiere decir que el patrimonio neto de los bancos pasó a ser negativo y éstos insolventes. Esto provocó que la citada convulsión se tradujera en una verdadera crisis de liquidez, resultando en sucesivas quiebras de entidades financieras.

La primera gran caída de un banco de inversión se produjo en marzo de 2008 cuando Bear Stearns se quedó sin liquidez y fue adquirido por JP Morgan con la ayuda de los millones inyectados por un fondo de salvaguarda de la Reserva Federal.

En septiembre de 2008, la Reserva Federal informó de que tomaba el control de Fannie Mae y Freddie Mac, dos gigantes de las hipotecas inmobiliarias que estaban al borde de la quiebra. En ese mismo mes, Lehmann Brothers anunció pérdidas de 3.200 millones de dólares y sus acciones se desplomaron en la bolsa americana. Asimismo, Merrill Lynch, otro gran banco de inversión, se encontraba al borde la quiebra y fue adquirido por Bank of America. Junto con ellos, los principales bancos de inversión escaseaban en liquidez y la industria se hundía de forma precipitada. La estabilidad del sistema financiero global se veía amenazada. (Pineda, 2011)

En lo relativo a Lehmann Brothers, la Reserva Federal consideraba que la mejor opción era declararse en bancarrota (se produjo el 15 de septiembre), pero desconocían por completo la regulación sobre la misma en otros países y al tratarse de una entidad con sedes a nivel global los problemas se sucedieron. La oficina de Londres tuvo que cerrar inmediatamente y las transacciones se tuvieron que suspender. Los fondos de inversión variable que tenían activos con Lehmann Brothers en Londres se encontraron de la noche a la mañana que sus activos no podían ser recuperados. (Pozzi, 2018)

El primero de sus soportes vitales falló, lo que tuvo importantes efectos secundarios sobre el sistema financiero. A raíz de la bancarrota de Lehmann Brothers, el mercado de valores perdió 750 millones de dólares por la deuda adquirida con este banco. Asimismo, el fracaso de Lehmann también ocasionó una caída en el mercado de pagarés del que las empresas dependen para pagar ciertos gastos necesarios para su supervivencia, como las nóminas de sus empleados.

Por otro lado, AIG debía 13 mil millones de dólares a los poseedores de las permutas (CDS) que hemos tratado anteriormente y no tenía liquidez suficiente para pagarles. La caída de AIG, el 17 de septiembre de 2008, fue determinante ya que era considerada otra pieza clave del sistema financiero. (Álvarez, 2010)

Con el rescate a AIG, los poseedores de permutas, con Goldman Sachs a la cabeza (recuperó 14 mil millones), recibieron 61 mil millones de dólares. Tanto Paulson como Bernanke obligaron a AIG a devolver el dinero sin rebajas a los poseedores de permutas

(la gran mayoría ostentadas por los propios bancos de inversión) y a renunciar al derecho a demandar a los bancos de inversión por fraude. El rescate total costó 150 mil millones de dólares a los contribuyentes. (Congressional Oversight Panel, 2010)

En noviembre de 2008, otro gran banco de inversión, Citigroup, se declaró insolvente y tuvo que ser rescatado por las autoridades financieras estadounidenses. El rescate sería de 306 mil millones de dólares, seguido de 20 mil millones de dólares en recapitalización. A mayor inri, en febrero de 2009, Citigroup anunció que el Gobierno tomaba una participación del 36% en el capital de la empresa como ayuda de emergencia lo que provocó que las acciones cayeran un 40%.

Al mismo tiempo, el contagio alcanzó a Europa, donde se sucedieron sendas quiebras bancarias en el Reino Unido, el Benelux y Alemania, lo que aceleró que se adoptaran medidas unilaterales sin ningún tipo de coordinación. En octubre de 2008, tres grandes instituciones financieras europeas (Hypo Real Estate, Fortis y Royal Bank Scotland) estuvieron cerca del colapso. (Pineda, 2011)

A pesar de todas las intervenciones que se llevaron a cabo, los mercados seguían cayendo y el miedo a una recesión global se extendía. El sistema financiero y de crédito estaba totalmente detenido (no era posible pedir ni dar créditos), lo que provocaba que, sin flujos de caja, cualquier empresa fuera incapaz de realizar inversiones o hacer frente a pagos.

3.1.3. Plano macroeconómico y social

La Crisis de las hipotecas *subprime* se extendió a todos los ámbitos de la economía provocando estragos tanto a nivel macroeconómico como en las economías familiares, que fueron las que más sufrieron.

“De uno a tres millones de personas podrían perder su vivienda. A causa de ciertos tipos de créditos acordados entre 2004 y 2006, la variación (de las tasas de interés) puede hacer pasar las cuotas de 400 dólares a más de 1.500 dólares, para quienes tomaron los típicos préstamos hipotecarios a riesgo, que ofrecían bajas tasas de interés al principio” (Christopher J. Dodd, senador por el estado de Connecticut, 2007)

Estas palabras de Dodd en agosto de 2007, durante una reunión con los dirigentes del Tesoro y la Reserva Federal, anticiparon lo que estaba por venir. Ya en julio de 2007, los

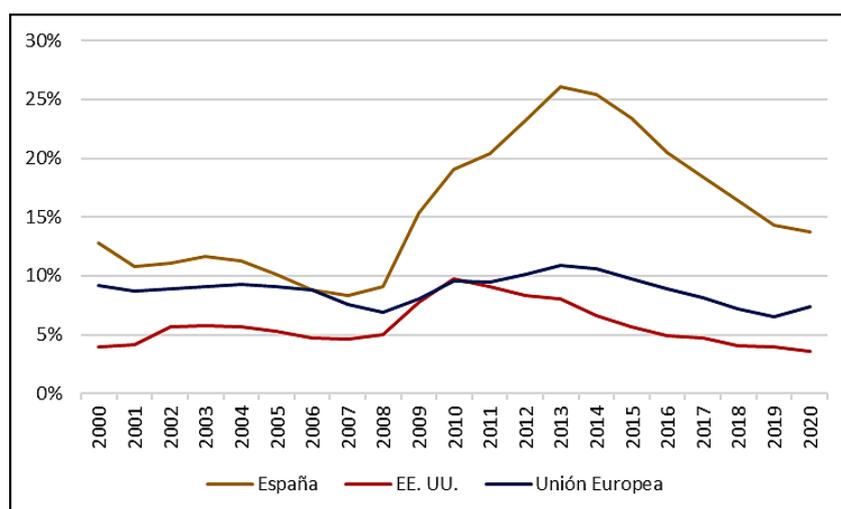
procedimientos abiertos de ejecución por impagos de hipotecas alcanzaron los 180.000 (el doble que en el mes inmediatamente anterior). La dramática subida de los tipos interés provocó que las familias fueran incapaces de repagar sus préstamos bancarios.

A principios de 2010, el número de embargos en EE. UU. se había disparado hasta los seis millones. Una de las secuelas de que una vivienda sea embargada y posteriormente salga a subasta pública, es que el precio de las viviendas de los alrededores baja. Esto en términos globales, se tradujo en que el precio de las viviendas se redujera drásticamente (véase Ilustración IV). (Riera, 2020)

Las duras condiciones de financiación, junto con la poca disponibilidad de crédito, provocaron que muchas empresas tuvieran que ajustar sus niveles de empleo. El desempleo en EE. UU. y Europa alcanzó el 10% en 2010.

En el Grafico VII podemos observar como la economía estadounidense se apresuró en reducir la tasa desempleo desde el mismo 2010 (hasta 2009 se destruyeron 8,7 millones de empleos), mientras que Europa, y en concreto España, han tardado varios años en poder recuperar los niveles de desempleo anteriores a la Crisis. El caso de España es significativo ya que en el 2006 registraba un nivel de desempleo parejo al de la Unión Europea, no obstante, tras el colapso de la economía se duplicó.

Ilustración VII. *Evolución tasa de desempleo*



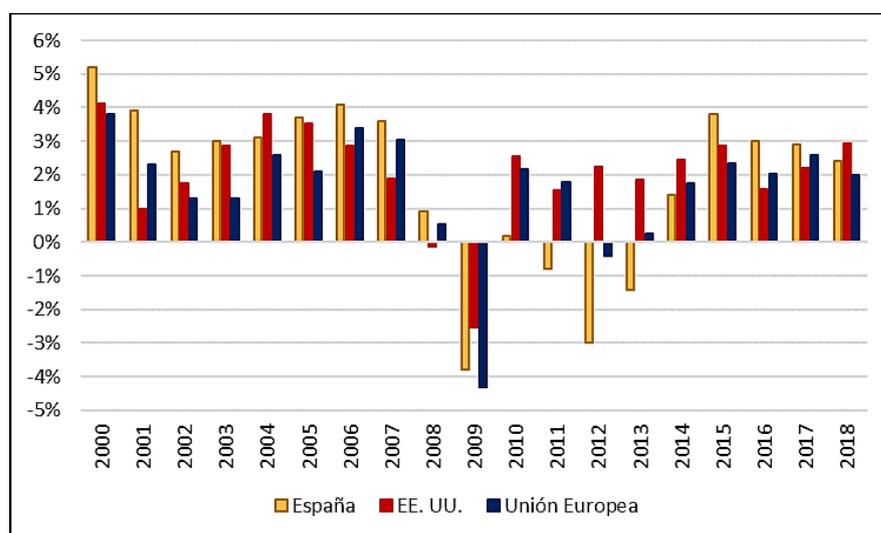
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EuroStat y U.S. Bureau of Labor Statistics

La recesión se aceleró y pronto se extendió a nivel mundial. La interconexión entre las economías de todo el mundo, el efecto riqueza negativo y la acentuación de la incertidumbre ocasionaron una reducción prolongada del gasto y una recesión en países desarrollados, que posteriormente se trasladó a las principales economías emergentes.

En 2009, se produjo una férrea contracción de los flujos de comercio internacional (bajaron un 10,5%) lo que afectó sobremanera a los principales países exportadores (muchos de ellos países en vías de desarrollo con un crecimiento destacable en los años anteriores) que veían como sus ventas en el extranjero se desplomaban.

El PIB mundial sufrió un retroceso del 0,1% (3,4% en países desarrollados), el más grave desde la Segunda Guerra Mundial. Al igual que con el desempleo, las políticas adoptadas por el Gobierno de EE. UU. permitieron que, a partir del 2010, el PIB creciera positivamente. Mientras tanto, los países de la Unión Europea sufrieron posteriores involuciones en el crecimiento de este indicador.

Ilustración VIII. *Evolución crecimiento del PIB*



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y del Banco Mundial

3.2. Nueva década (2010-actualidad)

En esta nueva situación, tras las primeras consecuencias de la Crisis, los principales Gobiernos y organismos a nivel internacional introdujeron medidas para intentar paliar los efectos del derrumbe de la economía global en 2008. En el siguiente apartado, se

mostrará las medidas adoptadas en relación con los datos que se han aportado en el período anterior y los nuevos que se aportarán para este periodo.

Si bien se puede apreciar una diferencia notable en la rapidez con la que EE. UU. solventó (en cierto modo) la situación, en Europa los países no fueron capaces de hacer frente a la Crisis con tanta premura.

3.2.1. Crisis de la Zona Euro (2010-2014)

Tras un primer período de tempestad, la situación en Europa no se vio mejorada durante los años siguientes. A principios de 2010, el proceso de normalización que se había puesto en marcha se alteró con la aparición de los primeros síntomas de una crisis de deuda soberana que iba a afectar a la mayoría de los países que conforman la Zona Euro. Sin embargo, la situación no empeoró de forma inmediata y es cierto que la Zona Euro tuvo una recuperación provisional durante el período 2010-2011, aunque ésta fue de corta duración.

La Crisis que experimentó la Zona Euro englobaba aspectos de una crisis de deuda soberana, del sistema bancario y del sistema económico en general.

El origen lo podemos encontrar a través de diversos factores (Banco Central Europeo, 2009):

- En primer lugar, el miedo a una crisis de deuda soberana por el aumento significativo de la deuda asumida por instituciones tanto públicas como privadas, junto con una degradación colectiva en las calificaciones crediticias de la deuda gubernamental.
- En segundo lugar, durante el periodo de expansión económica varios países, apoyados sobre la situación de bonanza, fueron acumulando enormes desequilibrios macroeconómicos y financieros a nivel público (dónde los poderes políticos habían estado más preocupados de estar incluidos en tramas de corrupción que en cuidar de las cuentas públicas) como privado (con unos niveles de endeudamiento que ya hemos desarrollado con anterioridad).
- Por último, los grandes rescates a entidades financieras que tuvieron que afrontar los bancos centrales, acabaron por debilitar las economías tras la burbuja inmobiliaria.

Otro aspecto que podría ser tenido en cuenta como origen del problema es la complejidad estructural que supone gestionar una moneda única de la que forman parte Estados con muy diversos niveles de desarrollo económico y político y con estructuras económicas de lo más variopintas, sin existir una unión fiscal entre ellas. Este “*collage*” provocó una escisión dentro de la Unión Europea entre los países del norte de Europa (Reino Unido, Alemania, Francia, etc.), que se vieron menos afectados por esta Crisis, y los del sur de Europa (España, Portugal, Grecia, etc.), a los que la recesión golpeó con mayor dureza.

Por si fuera poco, en este punto, el marco institucional de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea (UEM) se encontraba poco regulado y carecía de una requerida flexibilidad para que los Estados pudieran hacer frente a la situación de forma rápida y eficaz. El marco institucional se encontraba sin capacidad de anticipación (ya que el Banco Central Europeo no disponía de autorización para comprar deuda soberana) y sin unas reglas claras de actuación ante posibles eventualidades. Esto no hizo sino empeorar la situación, la tensión era palpable y llegó a afectar a aquellos países que habían desviado sus políticas de los estándares de estabilidad marcados.

El detonante fueron las tensiones provocadas en torno a la Crisis fiscal griega que pronto se extendió a la deuda soberana de los países que se encontraban en una situación de vulnerabilidad fiscal, financiera o con unas peores perspectivas de crecimiento. Es importante referirse a los tres riesgos (bancario, soberano y macroeconómico) de forma conjunta ya que, solo así, se puede entender como la fuerte interacción entre ellos pudo generar un crecimiento generalizado en las primas de riesgo de los países afectados, entre los que podemos destacar a España. (Banco de España, 2017)

El efecto dominó continuó y la situación afectó también a los mercados bursátiles y cambiarios, lo que acabó llegando a la financiación mayorista de la banca, provocando problemas de liquidez y desajustes en la estabilidad del sistema financiero europeo en su conjunto.

En mayo de 2010, ante la creciente preocupación se adoptó un plan de medidas que incluía un rescate y la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), entre otras (véase apartado 4.2).

No obstante, apareció un nuevo frente en Irlanda, donde la salud de los bancos fue empeorando y, debido a su implicación en el sistema fiscal, en el segundo semestre de

2010 se produjeron nuevas tensiones en los mercados. Irlanda, al igual que sucedió con Grecia a principios de año, se vio obligada a ser rescatada en noviembre de 2011 por la Unión Europea (en adelante UE), el Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI) y tres países (Reino Unido, Dinamarca y Suecia).

El siguiente en requerir de asistencia por parte de la UEM fue Portugal en mayo de 2011, mientras que en Grecia el plan de acción tuvo que ser revisado ante el empeoramiento de su situación macroeconómica y se sometió a un segundo rescate por parte de la Troika (UE, BCE y FMI) en octubre de ese mismo año. Grecia, Irlanda y Portugal suponían el 6% del PIB de la Zona Euro, por lo que creció la preocupación. (Hewitt, 2011)

Un caso que resulta cuanto menos sorprendente es el de España. Los niveles de deuda pública en el año 2010 (justo antes del inicio de la Crisis del Euro) suponían un 53% del PIB, situándose muy por debajo del resto de países europeos (tanto del norte como del sur) lo que le alejaba del riesgo de *default*. Sí que es cierto que España fue incapaz de mantener los niveles de déficit público y los principales bancos nacionalizados requerían de fuertes rescates.

Existió gran discrepancia entre el BCE y el Gobierno español, ya que éste último quería evitar un rescate a España y que se interviniera directamente a los bancos en apuros. El 9 de julio de 2012, tras unos duros meses para la economía española en los que destaca la “semana negra” encabezada por Bankia, se aprobó el rescate por parte del FEEF a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria español (FROB). (Banco de España, 2017)

El último país en ser intervenido fue Chipre (que contaba con un agujero bancario que equivalía al 60% de su PIB) en marzo de 2013.

La realidad es que la deuda soberana únicamente aumentó de manera sustancial en algunos países, sin embargo, la desconfianza que había causado el estallido de la Crisis en 2008 provocó que el aumento fuera percibido como colectivo y se desatara la especulación acerca de una posible quiebra de la Zona Euro. (Hall, 2009)

No cabe duda de que la situación en los mercados europeos no era la idónea y la desconfianza entre los inversores se intensificó. Esto estuvo motivado principalmente por los problemas en la aprobación de los planes de rescate, el empeoramiento de la situación a nivel macroeconómico y fiscal en varios países miembros y la desconfianza

en torno a la reestructuración de la deuda del sector privado. Esto supuso que a mediados de 2011 se produjera una nueva revisión al alza de las primas de riesgo con respecto al bono alemán, llegando a afectar a países que se habían visto menos dañados en el pasado, como es el caso de Francia y Bélgica.

Con el deterioro de la deuda soberana en las economías más frágiles, la estabilidad financiera de los bancos era difícil de mantener, lo que puso en peligro la evolución económica de la Zona Euro.

No cabe duda de que la Crisis de la Zona Euro, en los años posteriores a la Crisis Mundial de 2008, tuvo una destacada influencia a nivel macroeconómico, ya que podemos observar (a través de los principales indicadores) como las economías europeas tardaron más en recuperar la estabilidad (por ejemplo, el crecimiento del PIB, véase Ilustración VIII). También tuvo repercusión en el ámbito social, donde la tasa de desempleo se disparó en los países más afectados y se extendió por toda Europa. Todo esto provocó que se frenara en seco la evolución de la Zona Euro hacia un nuevo periodo de bonanza económica.

3.2.2. Pronta recuperación de la estabilidad en EE. UU.

Mientras Europa se sumergía de nuevo en un letargo económico, en 2010 EE. UU. empezaba a dar los primeros síntomas de recuperación, si bien es cierto que la situación no era ideal ni mucho menos.

EE. UU. cerró el año 2010 con el mayor crecimiento económico en los cinco años anteriores (el PIB creció un 2,9%). La realidad es que el dato no es del todo indicativo ya que, tras el declive del año anterior, la mayor parte de las economías consiguieron paliar los daños a través de distintas medidas. Sin embargo, sí que es cierto que, al contrario que Europa, EE. UU. fue capaz de mantener el ritmo de crecimiento y desde 2009 ha conseguido mantener una racha constante de crecimiento del PIB sin altibajos (con un crecimiento anual cercano al 2.5%, véase Ilustración VIII). Dos de los indicadores más ilustrativos de este crecimiento fueron el aumento en las exportaciones (8,5% en 2010) y en el gasto residencial (3,4% en 2010). (EFE, 2011)

El propio presidente Obama, al conocer los resultados, señaló que EE. UU. había sido capaz de abandonar el periodo de recuperación (tras la recesión más profunda que se recuerda) hacia la fase de expansión en el ciclo económico.

La política monetaria de EE. UU. obtuvo sus frutos con el aumento del consumo y de la inversión que ayudaron al crecimiento del PIB. Las medidas expansivas con la reducción de los tipos de interés (situándolos en torno al 0%) y la generación de una ligera inflación (que fue reduciéndose a lo largo de los años) contribuyeron al aumento en la producción norteamericana. Estas dos medidas también tuvieron sus frutos sobre los hogares ya que a muchos de ellos les permitieron desendeudarse.

Por último, EE. UU. apostó fuertemente por mejorar la tasa de desempleo y, si bien es cierto que su política monetaria no llegó a alcanzar todos los efectos deseados, sí aportó una solución rápida y eficaz a este problema (reduciendo el 9,8% registrado en 2010 hasta el 4,9% en 2016, a un ritmo de casi 100 puntos básicos anuales).

4. Medidas adoptadas por los principales Gobiernos y organismos internacionales

Desde el inicio de la Crisis Financiera de 2008 en el verano anterior, los principales organismos internacionales junto con los Gobiernos y bancos centrales adoptaron una serie de medidas con el único objetivo de evitar que la Crisis hiciera estragos en las economías.

Ante el incremento de las tensiones en los mercados a nivel global, las principales autoridades monetarias decidieron actuar (en algunos casos de forma conjunta como en las reuniones del G-20 o la creación en 2009 del Consejo de Estabilidad Financiera) elaborando planes de actuación basados principalmente en inyecciones de liquidez ante la pobre situación del mercado. Sin embargo, también se pueden apreciar importantes diferencias en el enfoque de los distintos países, lo que ha provocado diferentes realidades tras el colapso de los mercados.

Es por ello por lo que en este apartado se mostrarán los bloques de medidas separados por zona geográfica, distinguiendo los planes de actuación en EE. UU. y en Europa.

4.1. Medidas adoptadas en EE. UU.

EE. UU. fue el primer país en sufrir los efectos de la Crisis Financiera, en parte porque se podría decir que fueron los causantes y en parte porque fue el lugar donde se detonó la situación.

Como se ha mencionado previamente, tanto a la administración Bush como a la Reserva Federal la Crisis Financiera les sorprendió y, dada la rapidez exigida, se vieron obligados a tomar medidas drásticas para paliar cada una de las consecuencias que hemos desarrollado anteriormente.

Desde 2008, las medidas que se adoptaron con el fin de aliviar la situación se podrían resumir en tres grandes frentes:

- Actuaciones de la política monetaria y apoyo a los sectores afectados (principalmente el bancario)
- Paralización de embargos
- Reactivación de la economía y apoyo a los contribuyentes

4.1.1. Medidas de política monetaria (Troubled Asset Relief Plan)

Como era de esperar, la Reserva Federal fue la primera en actuar. Ante los primeros síntomas detectados en el verano de 2007 en el mercado interbancario, La Reserva Federal decidió reducir los tipos de interés del 5,25% al 2% (entre septiembre de 2007 y abril de 2008, apenas siete meses). (Andrews y Calmes, 2008)

A la par, con el fin de proveer de capital y asegurar que los bancos pudieran acceder a financiación, se optó por aumentar las operaciones de mercado abierto, como en el caso de los *Term Auction Facility* (TAF). Asimismo, se decidieron flexibilizar las condiciones de apalancamiento y riesgo necesarias para acceder al crédito. No obstante, la Reserva Federal aprobó nueva regulación para incrementar el control sobre los bancos de inversión, aumentando así los límites de reservas de capital para evitar falta de liquidez. (Pineda, 2011)

En septiembre de 2008, ante un nuevo agravamiento de la situación, las autoridades financieras tuvieron que actuar nuevamente, por lo que el grado de intervencionismo aumentó considerablemente.

Junto con los recates a varias instituciones financieras que previamente hemos detallado (véase apartado 3.1.2.) y una nueva bajada de los tipos de interés (hasta el 1%) por parte de la Reserva Federal, el 3 de octubre de 2008, el Congreso de EE. UU. aprobó el *Troubled Asset Relief Program* (TARP). Este programa permitiría al secretario del Tesoro desembolsar hasta de 700 mil millones de dólares en la compra de activos tóxicos vinculados a créditos hipotecarios (MBS) y se encargaría de darles salida mediante pública subasta. Este programa de intervención (que supuso la medida más destacada de este periodo) fue desarrollado con el objetivo de que las instituciones financieras pudieran normalizar sus cuentas deshaciéndose de los activos tóxicos que abundaban en sus balances y así poder devolver la confianza y liquidez a los mercados. (Webel, 2011)

A finales de octubre, ocho grandes instituciones financieras recibieron fondos como parte de este plan, entre las que destacan Bank of America, Goldman Sachs, JP Morgan Chase & Company, Citigroup y Morgan Stanley. En noviembre otras 44 compañías recibieron inyecciones de fondos.

En diciembre de 2008, la Reserva Federal adoptó una medida histórica rebajando de nuevo, y por última vez, los tipos de interés hasta un rango de 0-0,25%.

En febrero de 2009, cuando Obama llegó a la presidencia de EE. UU., decidió introducir nuevas medidas. Apoyado sobre la base del TARP, elaboró un Plan de Estabilidad Financiera (FSP, por sus siglas en inglés), con el objetivo de seguir apuntalando el mercado financiero y aumentar el flujo de crédito. Asimismo, aprobó un rescate (con parte del dinero restante del TARP) por valor de 800 mil millones de dólares.

Entre las acciones de dicho plan podemos destacar: (Martín, 2017)

- *Stress Test and Capital Assistance Program (CAP)*, imperativo para recuperar la confianza en el sector bancario y afianzar el sistema financiero.
- Plan de Viviendas para reducir el número de embargos y evitar que los deudores perdieran sus casas.
- *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*, que ya fue introducido en noviembre de 2008 y que actuó como medida de apoyo a los inversores
- *Public-Private Investment Program (PPIP)*, cuyo objetivo era asociarse con inversores privados para comprar activos tóxicos y reiniciar el mercado de los MBS (valores respaldados por hipotecas). Este programa permitió incrementar la liquidez en el mercado y descubrir una forma de valorar los activos problemáticos.

Otras de las medidas que adoptó Obama fueron el rescate de la industria automotriz estadounidense (destacando dos compañías emblemáticas como Chrysler y General Motors), así como la introducción de planes de recuperación diseñados para pequeñas y medianas empresas.

Por último, como medida de choque, en julio de 2010 se aprobó el *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Los principales objetivos de esta medida fueron: (Pineda, 2011)

- Regular el sistema bancario y aportar mayor transparencia al mismo, monitorizando las prácticas bancarias y dividiendo las funciones de los bancos de inversión y comerciales.

- Proteger a los consumidores de los costes de los rescates a entidades financieras y de las prácticas abusivas en créditos, préstamos e hipotecas.
- La consolidación de las agencias reguladoras y la introducción de mejoras para facilitar el control sobre el sistema bancario.

4.1.2. Paralización de embargos

Un ámbito que generó una importante cuota de atención, ante la gravedad de las consecuencias de la Crisis, fue el hipotecario.

El 24 de julio de 2008, el Congreso aprobó el *Housing and Economic Recovery Act*, destinado a recuperar la confianza en el mercado de hipotecas doméstico. Para ello, se dotó a la *Federal Housing Administration* (FDA) de un fondo de 300 mil millones de dólares con el objetivo de garantizar hipotecas existentes y que estuvieran recogidas en al menos un 90% en los libros contables de los prestamistas.

Asimismo, se establecía un nuevo regulador, la *Federal Housing Finance Agency* (FHFA), que sucedería a las autoridades existentes y a la que se otorgaría mayores poderes para supervisar las acciones de empresas como Fannie Mae y Freddie Mac y la actividad de los pequeños bancos que concedían hipotecas. (Pineda, 2011)

Con la llegada de Barack Obama, el Tesoro americano anunció que se destinarían 50 mil millones de dólares del TARP para frenar el creciente número de procesos de ejecución. Asimismo, en febrero de 2009, se aprobaba la Iniciativa de Estabilidad para los Propietarios (con un presupuesto de 275 mil millones de dólares), que se trataba de un plan destinado a ayudar a más de nueve millones de familias a hacer frente al pago de sus hipotecas.

En marzo de 2009, se aprobó el *Home Affordable Refinance Program* (HARP) con el objetivo de ayudar a millones de familias a refinanciar sus préstamos hipotecarios con unas condiciones más beneficiosas y pagos mensuales. Sin duda se trató de una medida con gran acogida entre la población norteamericana, ya que permitió a muchas familias mejorar su economía y refinanciar sus préstamos, evitando así los continuos embargos. Aunque el plan podría haber sido mejorado, ya que los bancos volvían a tener mucho control sobre la situación, fue una medida que favoreció la pronta recuperación americana. (Calhoun, 2018)

4.1.3. Reactivación de la economía y apoyo a los contribuyentes

Otro de los focos principales, y de mayor complejidad en cuanto a medidas se refiere, fue la estimulación de la economía. Para ello el Congreso de los EE. UU. aprobó en febrero de 2009 el *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA) que, según varios expertos, ayudó a evitar una segunda recesión y motivó el crecimiento económico. A través del mismo se pretendía introducir medidas de gasto público para el aumento de las prestaciones por desempleo, así como importantes inversiones en salud, educación e infraestructura durante los dos años siguientes hasta finales de 2010. No obstante, el 37% del plan se emplearía para las reducciones de impuestos, otro de los grandes focos que hemos destacado. (Weller, 2012)

Es cierto que el Gobierno de George W. Bush ya había introducido medidas fiscales a través del *Economic Stimulus Act* en febrero 2008, pero éste se centraba únicamente en el reembolso de impuestos a las familias más humildes e incentivos fiscales para motivar la inversión privada.

Las políticas adoptadas por los organismos gubernamentales durante el inicio de la Crisis permitieron a EE. UU. llegar en una situación mucho más favorable. Aún con el existente escepticismo generado a su alrededor, los dos programas instaurados (TARP y ARRA) consiguieron evitar que los mercados colapsaran por completo (TARP) y entraran en una nueva recesión (ARRA) respectivamente, en los momentos temporales en los que fueron ejecutados.

Para continuar con la recuperación y favorecer la entrada en una fase de crecimiento económico, en diciembre de 2010, el Congreso aprobó el *Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act*, cuyo objetivo principal era fortalecer la recuperación y el crecimiento de la economía con nuevos recortes de impuestos y aumento de las prestaciones por desempleo. Asimismo, a través de este programa se extendieron algunas medidas del ARRA que acababan a finales de 2010. (Weller, 2012)

Este programa acabó por completar la política iniciada por Obama desde su llegada a la presidencia, fortaleciendo una economía en ciernes. Los efectos producidos por los tres programas fueron más que satisfactorios (aunque tuvieron sus críticos) en las diferentes etapas.

También podemos destacar que el TARP permitió que se redujera la prima de riesgo entre los tipos de interés de las hipotecas y la tasa libre de riesgo del *U.S. Treasury bond*, algo que fue normalizándose en los planes sucesivos. Asimismo, a través del TARP, en diciembre de 2008, se consiguieron paliar las expectativas de deflación que eran constantes desde el estallido de la Crisis y se inició un periodo de inflación en la economía que se confirmó y estabilizó con el ARRA (en marzo de 2009). (Weller, 2012)

Seguidamente, se sumó un aumento en la renta disponible a raíz del ARRA. Desde mediados de 2008, la renta per cápita había bajado debido a los constantes despidos que se sucedían. Con el ARRA, el dinero volvió a fluir en la economía a través de recortes de impuestos y beneficios sociales, así como reducciones en el desempleo, lo que en definitiva aumentó la renta per cápita.

Esta situación de mayor renta per cápita favoreció que los hogares comenzaran a desendeudarse desde mediados de 2010 (donde el ratio de endeudamiento sobre renta disponible bajó un 3% con respecto al semestre anterior), algo que se consolidó con las últimas medidas introducidas en diciembre de ese mismo año.

No obstante, cabe mencionar que, si bien los despidos se redujeron ya desde el ARRA, la creación de empleo no se estabilizó hasta la llegada de las medidas del *Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act*. Como ya hemos destacado, todas estas medidas provocaron que, a partir de 2010, la tasa de desempleo se redujera desde un 9,8% hasta el 4,9% registrado en 2016.

En cuanto a la producción industrial, el ARRA también apostó fuertemente por revitalizar el sector a través de una fuerte inversión, siendo uno de sus principales focos de atención. El resultado no pudo ser mejor. Tras un período en el que la producción descendió de forma constante (de diciembre de 2007 a junio de 2009), la introducción de las medidas en junio de 2009 (aunque fuera aprobadas en marzo) supuso que la producción creciera un 3,7% hasta diciembre de 2009. (Weller, 2012)

Finalmente, en diciembre de 2013, el Gobierno y el Tesoro americanos dieron por concluido el plan TARP que había generado más de 11 billones de dólares a los contribuyentes. Para ser más específicos, y por sorprendente que parezca, el TARP recuperó 15 billones de dólares más de los que invirtió en rescatar la economía (que finalmente ascendieron a 426,4 billones de dólares).

Si bien existió gran escepticismo alrededor de las medidas introducidas, incluso de voces tan sonadas como el Prof. Raghuram Rajan (director del FMI), el Gobierno de EE. UU. no dudó en afirmar que el plan fue un éxito salvando más de un millón de empleos, ayudando a estabilizar la situación de los bancos y restaurando el acceso al crédito. (Pineda, 2011)

4.2. Medidas adoptadas en Europa

Muchos de los problemas a los que se vieron sometidas las economías europeas son similares a los experimentados en EE. UU., no obstante, los países europeos no contaban con la ayuda de un banco central que adquiriera la deuda pública como hizo la Reserva Federal de EE. UU. (también ocurrió algo similar en Reino Unido). Por ello, los países europeos en apuros tuvieron que acudir a la UE en busca de un rescate bancario.

En los años siguientes a la Crisis (2008 a 2012), en la UE se aprobaron más de 350 medidas de apoyo al sistema financiero y se intervinieron más de 90 instituciones. Los programas que se elaboraron incluían medidas de índole muy diversa y fue necesario el apoyo de las instituciones nacionales para que dichas medidas tuvieran éxito.

Para analizar las medidas adoptadas por la UE y los países europeos más importantes, se dividirá la temática en apartados por lapso temporal para discernir entre la Gran Recesión de 2008 y la Crisis de la Zona Euro de 2010.

4.2.1. Medidas ante la Crisis Económica Global (2007-2009)

Ante el desatamiento de la Crisis Financiera, los Gobiernos de los principales países europeos comenzaron a desplegar importantes medidas con el fin de apoyar a un sistema financiero indefenso. El objetivo de estas medidas era evitar que las principales entidades financieras entraran en bancarrota, facilitar los flujos de capital y crédito en el sistema y asegurar la capitalización de las entidades bancarias. Por motivos de espacio es imposible tratar en detalle todas las medidas adoptadas, por lo que se hará hincapié en las intervenciones nacionales y en la creación de fondos para reestructurar los sistemas financieros nacionales.

Muchas de las intervenciones públicas de la época no fueron homogéneas debido a las particularidades de los sistemas financieros nacionales, las diferentes situaciones

económicas y los diferentes grados de intensidad con los que la Crisis afectó a algunos países (sobre todo los países del sur de Europa).

Plan Europeo de Recuperación Económica (2008)

En Europa se adoptó, como respuesta principal a la Crisis Financiera, el Plan Europeo de Recuperación Económica en noviembre de 2008. Entre los principales objetivos del plan se encontraban estimular la demanda, restaurar la confianza de los consumidores y el crecimiento del empleo. (Comisión de las Comunidades Europeas ,2008)

El plan fue ideado con una vigencia de dos años (2009 y 2010) y con un presupuesto de 200 mil millones de euros (un 1,5% del PIB europeo) compuesto en su mayor parte por las aportaciones de los estados miembros y solo en menor medida por financiación de la UE.

Las principales medidas versaban sobre política monetaria, apoyo al crédito y al sistema financiero, así como medidas de índole más social.

En cuanto a la política monetaria, el BCE apostó, al igual que la mayoría de las instituciones a nivel global, por ajustar a la baja los tipos de interés con el objetivo de minimizar los riesgos para la estabilidad de los precios.

Sorprendentemente, el BCE, en julio de 2008, elevó los tipos de interés hasta el 4,25%. Sin embargo, desde octubre hasta finales de 2008, se llevaron a cabo tres recortes históricos (sobre todo el de diciembre de 75 puntos básicos) y consecutivos de la tasa de interés hasta situarla en el 2,5%. En los meses posteriores, motivado por un contexto de descenso de las presiones inflacionistas (como reflejo directo del recrudecimiento de la Crisis Financiera y del deterioro de las perspectivas económicas), el BCE rebajó los tipos de interés hasta alcanzar el 1% en mayo de 2009. (EFE, 2008)

En cuanto a las medidas adoptadas para facilitar el crédito, la repuesta de la Unión Europea estuvo centrada en el apoyo al sector bancario, ya que una vez sanado, éste suponía la mayor fuente de financiación de las economías nacionales. Desde la caída de Lehman Brothers, las operaciones interbancarias se redujeron drásticamente ya que las entidades bancarias preferían guardarse el dinero para cumplir con el objetivo del 2% de reservas mínimas impuesto por el BCE en vez de prestar dinero a otros bancos, empresas o familias. El BCE decidió cambiar su sistema de subastas a tipo variable por un sistema

de subastas a tipo fijo con adjudicación plena por lo que los bancos tenían plena disponibilidad de liquidez.

Por otro lado, en mayo de 2009, el Consejo de la UE aprobó un programa de adquisición de bonos bancarios colateralizados con un coste de 60 mil millones de euros. El objetivo de este programa era aumentar la liquidez en el mercado de deuda hipotecaria (que se había visto fuertemente afectado por la Crisis) para reanudar su actividad y generar unas condiciones de financiación más favorables. (Banco Central Europeo, 2009)

En el plano social, los objetivos eran mantener el empleo y fomentar la iniciativa empresarial. Para fomentar el empleo se puso en marcha una iniciativa europea de apoyo al empleo con el objetivo de que los países miembros pudieran acudir Fondo Social Europeo (FSE) en busca de financiación para mejorar las cualificaciones y los programas de activación, como apoyo a los más vulnerables. Asimismo, se adoptaron medidas para crear demanda de mano de obra.

En cuanto a la iniciativa empresarial, se apostó por mejorar el acceso a la financiación de las PYMEs (pequeñas y medianas empresas) a través de un paquete de 30 mil millones de euros del Banco Europeo de Inversiones, así como por reducir las cargas administrativas soportadas por estas empresas, en línea con lo expuesto en la Ley Europea de la Pequeña Empresa. (Comisión de las Comunidades Europeas, 2008)

Principales intervenciones nacionales

En Europa (al igual que en EE. UU.), durante este primer período de recesión también fueron comunes los rescates a grandes instituciones financieras nacionales, por lo que se tratarán los rescates más destacados para ver cuál fue el modo y grado de intervención de los distintos Gobiernos nacionales. (Pineda, 2011)

En Alemania, el 5 de octubre de 2008, Hypo Real Estate (una de las mayores entidades financieras no solo de Alemania sino de Europa) lidió con la posibilidad de entrar en bancarrota, ya que el acuerdo de rescate acordado por el Ejecutivo alemán y un grupo de bancos de inversores para inyectar 35 mil millones de euros se rompió de la noche a la mañana. Ante la inminente apertura de los mercados, el 6 de octubre el Gobierno acordó un plan de rescate de 50 mil millones de euros (aportados en su mayor parte por el Estado alemán). El rescate, sin embargo, no fue suficiente para evitar que sus acciones cayeran un 44% en bolsa ese mismo día.

El Benelux también experimentó los efectos de la Crisis. El mismo 5 de octubre de 2008, el banco francés BNP Paribas acordaba la compra del 75% de las operaciones del grupo financiero Fortis en Bélgica y del 67% en Luxemburgo. No obstante, el acuerdo no fue ratificado por los accionistas por lo que el proceso fue detenido por un Tribunal de Apelaciones de Bruselas en diciembre de 2008. En enero de 2009 se alcanzó un nuevo acuerdo por el que BNP Paribas solo adquiriría el 10% del negocio de seguros y asumía el 12% de los activos de alto riesgo de la entidad. En Holanda, fue el Gobierno holandés el que se hizo con el control de las operaciones de Fortis.

En Reino Unido, el Gobierno británico anunció el 13 de octubre de 2008, que invertiría 37 mil millones de libras para salvar al sistema bancario. El plan constaría de dos grandes operaciones. Por un lado, pasaría a controlar el 60% del Royal Bank of Scotland (RBS). Por otro lado, el 18 de septiembre de 2008 el banco Lloyds TSB había anunciado que se hacía con Halifax Bank of Scotland para evitar su quiebra. Dentro de su plan de rescate, el Ejecutivo británico se hacía con el 43% de la fusión de estos dos bancos en diciembre de 2009 (tras tres rescates consecutivos a lo largo de 2009 por valor de 20 mil millones de libras). (Pineda, 2011)

En España, el principal rescate bancario llegó en 2012, por lo que lo trataremos en el apartado de las medidas ante la Crisis de la Zona Euro.

Creación de nuevas autoridades y fondos nacionales

Para poder acometer la reestructuración del sistema financiero y deshacerse de todos los activos tóxicos, los países optaron por apoyarse en entidades nacionales especializadas ya existentes o por crear nuevas.

En octubre de 2008, el Gobierno alemán creó el SoFFin, un fondo de rescate con el objetivo de estabilizar el sector bancario alemán, así como permitir el acceso a liquidez de instituciones financieras, la toma de participaciones y la compra de deuda de entidades financieras en los mercados secundarios. El SoFFin tenía un periodo de vigencia de dos años (aunque se cerró definitivamente en junio de 2013) y través del mismo se concedió ayuda a entidades como el Commerzbank o el ya mencionado HRE. Algo muy destacable de este programa, es que el Gobierno alemán abandonó su posición amigable por una posición reguladora, intrusiva y supervisora. (Fondo Monetario Internacional, 2016)

En Francia, también en octubre de 2008, se introdujo la *Société de Financement de l'Économie Française* (SFEF), un fondo que era propiedad al 66% de los principales bancos franceses, siendo el otro 34% del Estado francés. El fondo funcionaba a través de la emisión de valores garantizados por el Estado francés (a modo de préstamos a los bancos) a cambio de activos tóxicos que tenían las entidades bancarias. A cambio de entregar estos préstamos, la SFEF marcaba cual era el uso que las entidades de crédito debían dar a esos fondos. (Woll, 2014)

En España, se esperó hasta junio de 2009 para la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). A través del FROB, el Gobierno español llevó a cabo numerosas intervenciones con el objetivo de gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito y contribuir a reforzar sus recursos propios en los procesos de integración. En cuanto a la reestructuración, el plan adoptado contaba con tres fases: (Banco de España, 2017)

- La entidad bancaria debía buscar una solución privada para resolver sus problemas
- Solo en caso de que no fuera capaz, podía diseñar un plan de actuación con ayudas de los Fondos de Garantía de Depósitos que debía ser aprobado por el Banco de España
- En caso de que no desarrolle un plan o no sea capaz de cumplirlo, el Banco de España podía sustituir a órganos de administración por el FROB que idearía un plan de reestructuración.

En cuanto al refuerzo de los recursos propios, el FROB pretendía estimular los procesos de fusiones y adquisiciones de instituciones bancarias con el fin de mejorar su eficiencia.

4.2.2. Medidas ante la Crisis de la Zona Euro (2010-2014)

Ante los primeros síntomas de la Crisis de deuda soberana que arrancó en Europa a principios de 2010, tanto la Unión Europea como los Estados a nivel individual decidieron tomar cartas en el asunto para evitar sumergirse en un nuevo período de recesión económica.

En cuanto a las medidas adoptadas por la Unión Europea, se puede discernir entre medidas de emergencia ante la situación de crisis y medidas a largo plazo.

Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)

Con una creciente preocupación y tras varios meses de negociación a principios de 2010, el 9 de mayo se aprobó la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), con una vigencia hasta 2013, con el objetivo de dar apoyo financiero a los Estados miembros más necesitados de asistencia y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero europeo. El FEEF constaba de un paquete de rescate financiero por parte de los países de la Unión Europea (440 mil millones), del Fondo Monetario Internacional (250 mil millones) y del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (a través de préstamos hasta un total de 60 mil millones) valorado en 750 mil millones de euros.

El funcionamiento del FEEF era simple, el Fondo presta capital a los Gobiernos nacionales consiguiendo la financiación necesaria en los mercados financieros a través de la venta de bonos u otros instrumentos de deuda sujetos a negociación. Con los fondos captados el FEEF adquiría deuda soberana tanto en los mercados primarios como secundarios. Las condiciones que ofrecía el FEEF a los Estados incluyen un tipo de interés cercano al 2% y una maduración superior a los 15 años, lo que beneficia tremendamente a los Estados que soliciten financiación. (Banco de España,2017)

La introducción del FEEF y del MEEF en menor medida (introducido en enero de 2011 y que únicamente sirvió de apoyo al programa del FEEF), junto con el anuncio de que la Crisis griega no se contagiaría a otros países, provocó una tendencia positiva en la economía europea que no tuvo un largo recorrido y fueron necesarias nuevas medidas.

Tratado de Bruselas 2011

El 26 de octubre de 2011 tuvo lugar una Cumbre del Euro en la que se convinieron diferentes medidas con el objetivo de mejorar la situación de la economía europea.

Entre las medidas cabe destacar un acuerdo con el fin de reducir la tasa de endeudamiento griega en la que contribuyeron distintos Estados miembros y que suponía una quita nominal equivalente al 50 % de la deuda soberana griega en manos de inversores privados.

Asimismo, se acordaba un reforzamiento de los recursos del FEEF (en torno a un millón de euros) así como un conjunto de medidas destinadas a aumentar la confianza en el sector bancario facilitando el acceso a financiación de estas entidades y aumentando el nivel

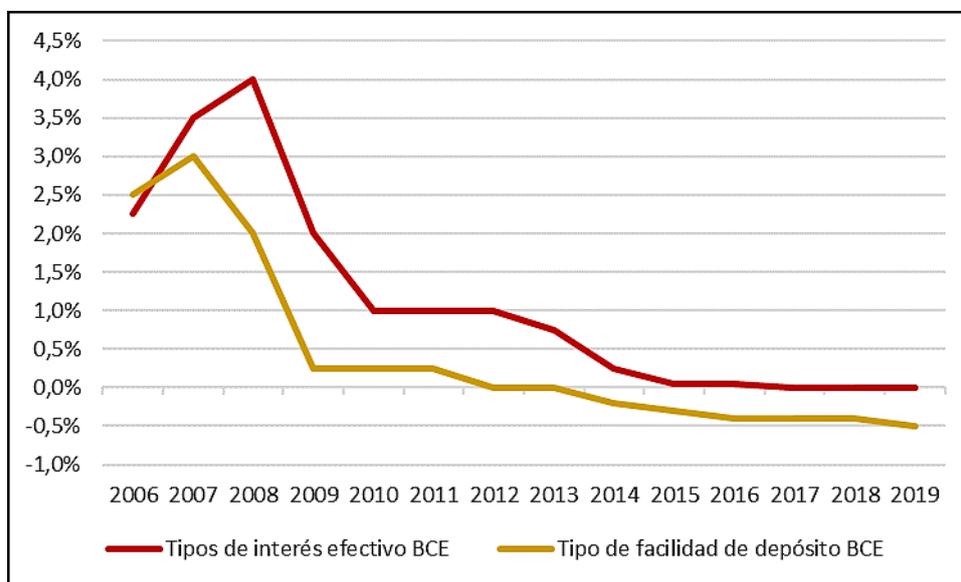
obligatorio de capitalización de los bancos hasta el 9% con plazo de junio de 2012. (Consejo de la Unión Europea, 2011)

Medidas adoptadas por el Banco Central Europeo

Agruparemos las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en medidas convencionales y no convencionales. Entre las primeras podemos encontrar la bajada de los tipos de interés y de los tipos de los depósitos del BCE para controlar la tasa de inflación, mientras que entre las medidas no convencionales se encuentran el plan de LTROs, la compra de deuda y crédito y el *Quantitative Easing* (QE).

En primer lugar, tras el empeoramiento de la Crisis de deuda a partir de 2011, el BCE optó por la tendencia a la baja de sus tipos de interés hasta fijarlos en el mínimo histórico actual de 0% en 2017. Estas tasas cercanas a cero provocan que se reduzcan los márgenes de los bancos, se incremente la competencia en los mercados y aumente la demanda de créditos por parte de las economías familiares. Sin embargo, la rebaja en los tipos no tuvo el efecto esperado y, hoy en día, siguen existiendo muchas trabas para que los pequeños empresarios y las familias puedan acceder al crédito.

Ilustración IX. *Evolución de los tipos de interés del Banco Central Europeo (2006-2019)*



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo

Por otro lado, dentro de la política monetaria del BCE (con el objetivo de mantener la inflación por debajo, pero cercana al 2% anual), es sin duda destacable la figura de los

tipos de depósitos. Mientras que en 2009 los tipos de interés del BCE se fijaban en torno al 1%, los tipos de depósitos podían rondar el 4%. No obstante, con la Crisis de deuda soberana en la Zona Euro, los tipos de interés bajaron gradualmente hasta situarse en el 0%. Por su parte los tipos de facilidad de depósitos pasaron a ser negativos mediado el 2014 y actualmente si sitúan en -0,4%. (Banco Central Europeo, 2018)

Otra de las medidas adoptadas por el BCE fue, entre finales de 2011 y 2012, la creación de una línea de crédito cuyo montante total ascendió a un billón de euros. Se llevaron a cabo operaciones de liquidez a largo plazo (LTRO), con préstamos concedidos a tres años con una tasa de interés muy favorable (0,15%) para prevenir que el sistema financiero europeo colapsara.

La realidad es que de nuevo el objetivo que se había marcado el BCE con la introducción de esta medida era que los bancos reanudaran la concesión de créditos a pequeñas empresa y familias, sin embargo, esto no sucedió. Por ello, en 2014, el BCE decidió iniciar una nueva campaña de inyecciones de capital a las entidades bancarias (con plazo hasta 2018) pero con la condición de que se reanudara la concesión de crédito a la economía real.

Asimismo, el BCE instauró una política de compra de paquetes de crédito y deuda soberana. En cuanto a los paquetes de crédito, desde 2014 el BCE adquirió cédulas hipotecarias y valores respaldados por activos (*Asset-Backed Securities*) para descargar los balances de las entidades bancarias con el objetivo de facilitar la concesión de crédito. En cuanto a la compra de deuda soberana, en mayo de 2010, el BCE comenzó a tomar medidas a través del llamado *Securities Markets Programme* (SMP) con el objetivo de frenar la subida de la prima de riesgo. Este plan fue sustituido en septiembre de 2012 por el programa *Outright Monetary Transactions* (OMT) que requería la adhesión del país que quisiera beneficiarse del mismo a un plan de rescate europeo y sus requisitos de reformas y austeridad. (Banco Central Europeo, 2018)

La última medida adoptada por el BCE para paliar la Crisis de la Zona Euro fue el programa *Quantitative Easing* (QE) en marzo de 2015. Este programa consiste en la compra, por parte del BCE, de bonos emitidos por las entidades bancarias, lo que incrementa el precio de esos bonos y genera liquidez en el sistema bancario. Esto produce

que los tipos de interés se reduzcan y los préstamos se abaraten lo que permite a empresas y particulares solicitar más préstamos y pagar menos por sus deudas.

Como resultado, el consumo y la inversión reciben un impulso lo que fomenta el crecimiento económico y la creación de empleo y permite al BCE (a través de la subida de precios) lograr una tasa de inflación inferior, aunque próxima, al 2 % a medio plazo. Con motivo de este plan el BCE invirtió 60.000 millones de euros mensuales hasta septiembre de 2016.

Reformas de Gobernanza Europea

En el marco de las reformas de la gobernanza europea, se adelantó a finales de 2012 la puesta en marcha del MEDE, que sustituía al FEEF y MEEF en la prestación de asistencia a los países de la zona del euro que sufrían dificultades económicas o corrían el riesgo de sufrirlas. (Banco de España, 2017)

Asimismo, se firmó en marzo de ese año el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM, que incorpora el Pacto Fiscal, destinado a poner límites estrictos en el déficit y endeudamiento públicos, con posibles sanciones para aquellos países que no cumplieran con dichos límites.

Por último, la Comisión Europea presentó el primer informe anual del Mecanismo de Alerta, que estaba diseñado para detectar y corregir posibles situaciones de riesgo en el ámbito macroeconómico.

5. ¿Es factible una nueva crisis financiera en el corto plazo?

En la actualidad se ha generado gran controversia en torno a la posibilidad de que en el corto plazo las economías mundiales sufran una nueva crisis financiera. Existen muchos interrogantes acerca de dónde y a través de que causas puede estallar dicha crisis financiera.

A pesar de toda la regulación existente, tanto de organismos internacionales como a nivel nacional, es cierto que hoy en día las principales economías siguen generando grandes dudas y no transmiten una seguridad ciega en las mismas.

Para poder analizar la posibilidad de que se esté acercando una nueva crisis financiera, existen numerosos indicadores que nos pueden ayudar a examinar la situación actual de las economías y del sistema financiero en general y dilucidar si dicha posibilidad puede materializarse en el corto plazo en las economías que se han analizado a lo largo de este trabajo, la estadounidense y la europea.

5.1. Situación financiera actual y mecanismos de prevención

Tras la Crisis Financiera acontecida en 2008 y la Crisis de deuda soberana europea de 2010, los principales organismos internacionales y Gobiernos nacionales decidieron adoptar medidas no solo para paliar los efectos de lo ya ocurrido sino prevenir que la economía pudiera volver a la misma situación.

5.1.1. Estados Unidos

Sin duda, Estados Unidos fue uno de los países que más rápido consiguió evadir un proceso lento de recuperación económica a través de una política marcada por un fuerte intervencionismo político.

Si nos centramos en los principales indicadores macroeconómicos, podemos observar como la economía estadounidense goza de cierta estabilidad. En cuanto a crecimiento económico, EE. UU. ha logrado mantener un crecimiento del PIB constante en torno al 2,5% (ver Ilustración VIII). Sin embargo, tras la reunión del *Federal Open Market Committee*, en diciembre de 2019, las previsiones de crecimiento no invitan al optimismo. Se espera que el crecimiento baje al 2% en 2020 (2,2% en 2019) y que en 2022 se sitúe en torno al 1,8%. En cuanto al desempleo, no existen signos preocupantes. Más allá del

incremento del paro estructural en los últimos años, no se espera un crecimiento alto de la tasa de desempleo. (Federal Reserve, 2019)

Por otra parte, la inflación está fuertemente controlada por la intervención de la Reserva Federal en el mercado y se espera que se mantenga constante en los próximos años. Hoy en día la Reserva Federal está más preocupada de potenciar el crecimiento económico que de mantener fija la tasa de inflación. (U.S. Bureau of Economic Analysis, s.f.)

En cuanto a la balanza comercial, el Gobierno de Donald Trump ha adoptado medidas que si bien son cuestionables políticamente (algo que trataremos en detalle más adelante) si que han tenido un efecto económico sobre el déficit en la balanza comercial que había crecido hasta 2018, pero que se ha visto reducido a lo largo de 2019.

En lo referente a los tipos de interés, tras la reunión celebrada el pasado 3 de marzo ante el auge del COVID-19, la Reserva Federal decidió por sorpresa rebajar los tipos de interés medio punto hasta situarlos en un rango entre 1-1,25%, por los riesgos que éste plantea para la economía. No obstante, aunque desde el Gobierno no se esperan incrementos hasta 2021, el presidente Donald Trump ya ha tenido encontronazos con la Reserva Federal previamente debido a que desde el Gobierno de EE. UU. consideran que sería ventajoso reducir un punto porcentual los tipos de interés con el objetivo de ser más competitivos ante los países de la Zona Euro (que los mantienen en el 0%) y otras economías emergentes. Algunas voces ya aseguran que durante los próximos meses la Reserva Federal podría bajar los tipos de interés al 0% debido al brote del COVID-19. (U.S. Bureau of Economic Analysis, s.f.)

Como hemos comentado previamente, la economía de EE. UU. transmite una imagen de solidez y estabilidad de la que gozan pocas economías mundiales, sin embargo, tras esa fachada se esconden posibles causas de una futura crisis financiera.

En primer lugar, la política comercial exterior del Gobierno estadounidense puede llegar a ser un problema para la economía a nivel mundial. Las conocidas *Trade Wars* (Guerras comerciales) que mantiene abiertas con China y otros países, así como restricciones para la migración, la inversión extranjera y la transferencia de tecnología, podrían tener profundas implicaciones en las cadenas de suministros globales, aumentando el riesgo de *stagflation* (que se produce cuando se desacelera el crecimiento y sube la inflación). Este

riesgo acabará por provocar que la Reserva Federal tenga que incrementar de nuevo los tipos de interés. (Roubini y Rosa, 2018)

La Guerra comercial entre EE. UU. y China es uno de los conflictos que más preocupan a las economías mundiales al tratarse de los dos países más poderosos del mundo. Esta guerra se inició en marzo de 2018 cuando el Ejecutivo norteamericano decidió imponer aranceles por valor de 50 mil millones de dólares a los productos chinos bajo el argumento de que China tenía un historial de prácticas desleales de comercio, a través de la continua devaluación de su moneda (que supone un hecho innegable) para mantener su poder como exportador y había cometido el robo de propiedad intelectual. En represalia a esta medida, el Gobierno de la República Popular China aprobó la imposición de aranceles a más de 120 productos estadounidenses.

Tras estos primeros compases, los ataques de una economía a otra no cesaron (entre los que cabe destacar el ataque de Google a Huawei de mayo de 2019) hasta diciembre de 2019 cuando en una cumbre del G-20 ambos países declaraban una tregua de aranceles. En enero de 2020 se firmó un preacuerdo que todavía no ha llegado a buen puerto y las negociaciones siguen su curso ante la atenta mirada del resto de países.

El siguiente en la lista de Donald Trump es Irán. La tensión geopolítica en Oriente Medio, donde ya se han producido los primeros ataques bélicos entre ambos países, podría llegar a provocar un verdadero conflicto militar con el país asiático. Este conflicto podría causar una desaceleración a nivel global superior a las crisis del precio del petróleo sufridas en 1973, 1979 y 1990. Sin duda, algo así provocaría que el periodo de recesión fuera mucho más severo y ya hemos podido comprobar como la guerra por los precios del petróleo ha tenido sus efectos durante la crisis sanitaria del COVID-19.

Por otro lado, en el caso de EE. UU. debemos destacar otro elemento que es la inversión de la llamada curva de rendimientos o "curva de *yield*". Este fenómeno lo que nos muestra es que hoy en día los bonos del Gobierno de EE. UU. tienen un mayor rendimiento a dos años que el de los bonos a 10 años. La explicación se resume en que los inversores prefieren tener un retorno de su inversión asegurado por ser a largo plazo y desconfían de las perspectivas cortoplacistas de la economía donde los efectos de las políticas de estímulo fiscal ya se pueden dar por concluidos. (Roubini, 2019)

En último lugar, debe destacarse que, bajo la presidencia de Trump, se ha abogado por favorecer de nuevo la desregularización en torno a los mercados financieros. Durante la campaña electoral Trump se comprometió a revocar la regulación adoptada tras la Crisis de 2008 en torno a los mercados, y en 2018 ratificó el *Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act*, una normativa promovida para relajar o suprimir la regulación existente.

Por todo ello, el riesgo de que se produzca una desaceleración económica en EE. UU. es cada vez más probable. El clima de crispación existente en la economía norteamericana no solo a nivel nacional sino internacional, junto con el período que se prevé sin crecimiento económico provoca que ésta no sea tan fuerte y estable como aparenta.

5.1.2. Europa

El caso europeo, no difiere en gran medida del americano. Si bien es cierto que la Zona Euro tardó más tiempo en superar la anterior Crisis, la situación durante los últimos años se ha estabilizado a través de la intervención estatal y de la Unión Europea.

En cuanto a los principales indicadores macroeconómicos la situación es la siguiente. Las previsiones de la Comisión Europea, en febrero de 2020, indicaban que el PIB de la Zona Euro mantendrá un crecimiento (1,3%) cercano al del último periodo (1,2% en 2019) durante los dos próximos años (2020 y 2021), algo que comparten con el resto de los países miembros de la Unión Europea. Los pronósticos en cuanto a la inflación en la Zona Euro son de 1,3% en 2020 y 1,4% en 2021, manteniéndose en línea con los datos arrojados durante el período anterior (1,3% en 2019). Asimismo, la tasa desempleo, se espera que se reduzca de forma mínima en los próximos periodos (7,3%), manteniendo el nivel de los datos a cierre de 2019 (7,4%). (European Commission, 2020)

Por otro lado, el Banco Central Europeo ha mantenido sus tipos de interés constantes en torno al 0% desde 2017 y los tipos de facilidad de depósito se sitúan en -0,4% en la actualidad. En marzo y abril del 2020, ante el brote del COVID-19, el BCE decidió no bajar los tipos de interés y dejar abierta la posibilidad a futuros cambios en el segundo semestre del año. Sin duda las actuaciones del BCE distan, una vez más, de la política adoptada por su homólogo estadounidense (la Reserva Federal).

Es cierto que los datos ofrecidos no conducen a un severo optimismo, pero es innegable que la situación ha mejorado con respecto a años atrás. No obstante, la realidad es que Europa ha entrado en un período de estancamiento económico, la fragilidad de la Zona Euro es cada vez más palpable y existen causas que podrían conducir a una nueva recesión económica.

Si a nivel internacional existe una guerra comercial abierta entre EE. UU. y China (con la que podría verse fuertemente afectada), en Europa cohabita una situación similar con el Brexit del Reino Unido. Hoy en día, la situación ya está normalizada (han pasado tres años desde que se aprobó el Brexit) y las negociaciones para alcanzar acuerdos económicos entre la Unión Europea y Reino Unido han seguido su cauce por lo que se espera que se anuncien antes de que venza el plazo a finales de año (si el COVID-19 no lo impide). Si bien se está aportando mayor claridad a las relaciones comerciales que unirán la UE con los británicos, sigue existiendo una gran incertidumbre sobre la posición del Reino Unido, una vez ya ha abandonado oficialmente dicho organismo el pasado 31 de enero de 2020.

Otra de las situaciones que preocupa dentro de Europa, son las políticas monetarias y fiscales que están lejos de solucionarse. Los ministros de la Eurozona pretenden llevar a cabo una serie de reformas con el objetivo de sanear la situación económica de los países, profundizar en la unión bancaria y reforzar la estabilidad de la Zona Euro. Estas medidas incluyen una reforma del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), la adopción de unos presupuestos para la eurozona y la creación de un fondo de garantía común.

No obstante, existe recelo ante estas medidas, especialmente desde gobiernos populistas en países como Italia y España. Las políticas de estos gobiernos pueden conducirles a una dinámica en cuanto a la deuda pública muy dispar a la seguida por el resto de los países de la Eurozona. Asimismo, cuentan con la oposición de países como Alemania y Países Bajos que no quieren pagar por los errores de otros. (Roubini & Rosa, 2018)

Otra de las posibles causas es la caída de la producción industrial europea (registrando el peor dato desde 2012), siendo especialmente preocupante la caída en la producción alemana en 2019 (alcanzando mínimos desde 2009). La caída que la industria alemana experimentó en diciembre de 2019 fue especialmente preocupante: un 3,5 % en comparación con 2018. Esto sumado a los problemas de comercio internacional a los que

se ven sometidos los países europeos (teniendo que prestar especial atención a las decisiones del Gobierno de Trump) pueden llegar a confirmar los temores de quienes opinan que nos encontramos ya en pleno proceso de desaceleración económica.

5.2. Opinión Personal

Parece claro que la intervención de los Gobiernos en el sector bancario durante la última Crisis Económica fue suficientemente rotunda, dejando poco margen a los bancos para actuar y, por ende, para ser los causantes de una nueva crisis económica a nivel global. A pesar de ello, hoy en día existen otros muchos factores que podrían conducir, si no lo han hecho ya, a una nueva recesión.

A mi parecer, la situación en Europa es especialmente preocupante. Actualmente se sitúa a la cola de las principales economías mundiales, con una fuerte dependencia de las mismas, requiriendo de los sectores de servicios, telecomunicaciones y tecnologías de la información chinas y norteamericanas. Asimismo, debido a la palmaria fragilidad económica europea, las decisiones adoptadas por estos países podrían provocar un seísmo con consecuencias catastróficas en cuestión de segundos.

Es por ello, que considero que las economías europeas más fuertes (Alemania y Francia) deberían liderar a la UE hacia un mayor crecimiento económico y una posición global más competitiva. Eso fortalecería la unión política, reduciría el número de euroescépticos y garantizaría un sitio en la mesa con los mayores poderes internacionales para poder formar parte de la toma de decisiones.

En un plano más internacional, me considero en línea con lo aportado por algunos de los principales economistas a nivel mundial, como el Prof. Nouriel Roubini o el Prof. Raghuram Rajan. Creo que mientras EE. UU. y China lleguen a un acuerdo comercial; mientras el Brexit se resuelva de una forma satisfactoria para ambas partes; mientras no se inicie una nueva guerra en Oriente Medio entre EE. UU. e Irán; y mientras los bancos centrales sean capaces de aportar soluciones rápidas y eficaces a problemas que surjan, la posibilidad de una nueva recesión es menor.

Creo que no sería justo no incluir en esta reflexión la pandemia internacional que es hoy en día el COVID-19 (también conocido como coronavirus) y que sin duda se trata de la causa más tendente a provocar una nueva crisis económica y que podría alterar el orden

económico mundial en base a los efectos que pueda tener en los distintos países (EE. UU. podría ser uno de los más damnificados, junto con España).

La rápida propagación del coronavirus con sus implicaciones para la salud pública, el comercio y sobre todo la actividad económica en muchos países lo convierten en un factor de riesgo. Los expertos médicos consideran que lo más probable es que el virus alcance su pico de contagios en mayo (a excepción de algunos países asiáticos), pero la desescalada en el confinamiento y la vuelta a la normalidad puede retrasarse varios meses y producirse de forma heterogénea en las diversas economías en base a las estadísticas manejadas en cada país.

A mayor retraso en la vuelta a la normalidad, peores serán los efectos la estabilidad y las condiciones financieras globales (y ya no tanto sociales) que deberán afrontar las distintas economías.

El principal efecto económico del COVID-19 aparece sobre el consumo, ya que en la mayoría de los países a nivel global se ha tomado la decisión de cerrar todo tipo de establecimientos y establecer un confinamiento ciudadano, con el fin de evitar la propagación del virus, provocando un menor consumo y un aumento del desempleo. La propagación de este “contagio” económico ya ha llegado a las grandes empresas, como podemos observar en los principales índices bursátiles que han registrado profundas caídas.

Con la fragilidad económica de muchas economías, es poco viable que sean capaces de contener la situación con unos niveles de consumo tan bajos y una alarma social tan elevada. Asimismo, los niveles de endeudamiento de muchos de ellos son poco alentadores (como en el caso de España), ya que privan de poder adoptar las medidas necesarias para dar una respuesta contundente, sanear sus déficits y cuidar la salud pública y económica de sus ciudadanos.

A día de hoy, es difícil predecir cual será la situación económica dentro de uno, tres o seis meses, ya que dependerá en gran medida de cuando se produzca esa vuelta a la normalidad económica y social. Sin duda, hemos entrado en un período difícil para las economías mundiales y requerimos de una coordinada y rápida actuación de los Gobiernos y principales organismos internacionales que no pueden quedarse impasibles ante esta situación.

Por último, me gustaría concluir tratando la situación económica española, que considero merece una mención aparte.

En mi opinión, a diferencia de muchos países europeos, lejos de haber avanzado hacia un periodo de expansión económica tras superar la Crisis Financiera de 2008, se ha producido un estancamiento económico, donde el crecimiento no ha terminado de ser el esperado y la economía se ve amenazada por una nueva recesión en ciernes.

Además, existe un fuerte escepticismo alrededor de España y su estabilidad financiera, debido a que sigue ostentando un alto nivel de deuda pública (falta por devolver la mitad del dinero solicitado a la línea de crédito concedida como rescate por la UE), lo que le priva de liquidez para afrontar nuevos imprevistos.

En relación con el coronavirus, es uno de los focos a nivel global en contagios y decesos, así como uno de los primeros países en establecer el confinamiento ciudadano. A nivel político, la falta de capacidad de reacción del Gobierno, sumada a la de capacidad económica y de liquidez, ante una crisis sanitaria global como la que estamos viviendo, nos deja un futuro poco alentador. Todo ello ha quedado reflejado en las fuertes caídas experimentadas por los valores del IBEX35, destacando la mayor caída de su historia (14,06%) acontecida el pasado 12 de marzo.

Ante lo mencionado, habrá que estar a la espera para comprobar la eficacia del plan de estímulo adoptado por el Poder Ejecutivo español (junto con los adoptados por parte de la UE y el BCE) para rescatar a la economía, así como los efectos sociales y demográficos que esta crisis sanitaria pudiera provocar.

6. Conclusiones

A través de este monográfico se ha podido apreciar la gestación y evolución de la Crisis Financiera de 2008 así como sus trágicas consecuencias para las economías mundiales. Asimismo, ha servido para aportar lecciones sobre actuaciones que deben prevenirse y así evitar que puedan volver a repetirse en un futuro.

En cuanto a los objetivos marcados al comenzar este Trabajo, considero que se ha conseguido transmitir una imagen fiel sobre todo lo acontecido durante los años previos a la Crisis, así como el estricto seguimiento de los eventos de forma cronológica para facilitar la comprensión del mismo.

Como se ha relatado, las economías mundiales han sufrido una fuerte recesión en su crecimiento en los últimos años, desde el estallido de la burbuja inmobiliaria en EE. UU., que repercutió sobre el funcionamiento del sistema financiero global y los principales indicadores macroeconómicos. Bien es cierto que los efectos más graves tuvieron lugar en aquellas economías más expuestas al sector inmobiliario o con una posición crediticia más arriesgada lo que provocó un mayor perjuicio en las mismas.

En cuanto a las medidas adoptadas por los entes reguladores en los distintos focos de estudio, el análisis practicado sobre la materia nos muestra la contraposición en cuanto a eficacia entre EE. UU. y Europa. La política intervencionista del Gobierno de EE. UU. favoreció sobremanera la rápida recuperación económica a través de la fijación de límites en cuanto a la actuación de ciertos operadores del mercado financiero.

En cuanto a Europa, las medidas adoptadas durante la primera fase de la recesión no fueron del todo satisfactorias dada la dificultad para acometer decisiones de forma ágil y precisa. Como se ha comentado previamente, la escisión de opiniones dentro del marco de la Unión Europea y ante la falta de un órgano de decisión supranacional objetivo, las decisiones llegaron tarde y sin efectos destacados.

La realidad es que la falta de determinación, junto con la fragilidad y falta de estabilidad económica de algunos miembros, acabaron por derivar en la Crisis de la Zona Euro. Si bien es cierto que las primeras medidas no fueron del todo acertadas, puede decirse que, tras la Crisis Europea de 2010, el BCE (junto con otros órganos de decisión europeos)

consiguió paliar los efectos de forma precoz, prestando apoyo económico y relajando las condiciones de financiación.

En cuanto a la relación de la Crisis Financiera de 2008 con el estado actual del sistema financiero global y las economías estudiadas, se han extraído dos conclusiones principales.

Por una parte, en cuanto a las posibilidades de que la industria bancaria sea la causante de una nueva crisis económica, éstas se han reducido, dada la estricta regulación y control a los que se ve sometida. No obstante, políticas como las promovidas por Donald Trump, mostrando signos de liberalización a ultranza en el sector financiero, pueden poner en duda esta afirmación.

Por otra parte, y a modo de conclusión final, la aparente imagen de estabilidad en la situación financiera actual (proyectada a través de los principales índices macroeconómicos), invita al optimismo en las principales economías mundiales. Sin embargo, la fragilidad de las economías es latente, y prueba de ello son los primeros signos de una nueva crisis económica a raíz del brote sanitario del COVID-19.

Aunque el origen de la Crisis Financiera de 2008 pueda distar del actual (al encontrarnos ante una crisis sanitaria), la realidad es que las consecuencias pueden ser similares dadas las ya mencionadas posiciones crediticias y la falta de liquidez y de capacidad de reacción de muchos países, entre ellos España.

7. Bibliografía

Menezes, V. y Rodil, O. (2012). *La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes*. Revista de Economía Mundial, 31 (2012), 199-226.

<http://oai.redalyc.org:9081/pdf/866/86623416008.pdf>

Pineda, L. (2011). *La crisis financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional*. Revista Aequitas: Estudios sobre historia, derecho e instituciones, (1), 129-214.

Hayes, A. (2019). Dotcom Bubble. Investopedia Market News. Recuperado de

<https://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>

Stout, L.A. (2009), *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them Can Prevent Another*. Cornell Law Faculty Publications (Paper 723).

Recuperado de <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/723>

Hera, R. (2010). *Forget About Housing, The Real Cause Of The Crisis Was OTC Derivatives*. Business Insider. Recuperado de <https://www.businessinsider.com/bubble-derivatives-otc-2010-5?IR=T>

Gallant, C. (2019). *What Is Securitization?*. Investopedia, Investing Essentials.

Recuperado de <https://www.investopedia.com/ask/answers/07/securitization.asp>

Tardi, C. y Scott, G. (2020). *Collateralized Debt Obligation (CDO)*. Investopedia, Trading Skills & Essentials. Recuperado de

<https://www.investopedia.com/terms/c/cdo.asp>

Conley, P. (2019). *Collateralized Debt Obligations and the Credit Crisis*. The Balance, Bond Investing. Recuperado de <https://www.thebalance.com/cdos-credit-crisis-417122>

Pinsent, W. (2020). *Credit Default Swaps: An Introduction*. Investopedia, Trading Instruments. Recuperado de

<https://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/08/cds.asp>

Oliete, B. (2012). *El papel de las agencias de calificación crediticia en la crisis (I)*.

Empresa Actual. Recuperado de <https://www.empresaactual.com/el-papel-de-las-agencias-de-calificacion-crediticia-en-la-crisis-i/>

Mathiason, N. (2008). *Three weeks that changed the world.* The Guardian. Recuperado de <https://www.theguardian.com/business/2008/dec/28/markets-credit-crunch-banking-2008>

Riera, M. (2020). *Hipotecas subprime: las responsables de la crisis.* Help My Cash. Recuperado de <https://www.helpmycash.com/hipotecas/hipotecas-subprime/>

Pozzi, S. (2018). *Lehman Brothers, el gatillo de la crisis.* El País. Recuperado de https://elpais.com/economia/2018/09/05/actualidad/1536155842_096577.html

Alvarez, S.G. (2010). *Government assistance to AIG.* Federal Reserve Testimonies. Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/alvarez20100526a.htm>

United States, Congressional Oversight Panel (2010). *The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government's Exit Strategy.* FRASER, Federal Reserve (pp. 205-212). Recuperado de <https://fraser.stlouisfed.org/title/aig-rescue-impact-markets-government-s-exit-strategy-5139>

Banco de España (2017). *Informe sobre la Crisis Financiera y Bancaria en España, 2008-2014.* Publicaciones, Banco de España. Recuperado de https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf

Hewitt, G. (2011). *Portugal's 78bn euro bail-out is formally approved.* BBC News. Recuperado de <https://www.bbc.co.uk/news/business-13408497>

Hall, P. (2016). *La crisis del euro y el futuro de la integración europea.* Artículo dentro del libro *La búsqueda de Europa: visiones en contraste*, Harvard University. Recuperado de <https://www.bbvaopenmind.com/articulos/la-crisis-del-euro-y-el-futuro-de-la-integracion-europea/>

EFE (2011). *Estados Unidos registra en 2010 el crecimiento más elevado en cinco años.* Radio Televisión Española Noticias. Recuperado de <https://www.rtve.es/noticias/20110128/estados-unidos-registra-2010-crecimiento-mas-elevado-cinco-anos/399087.shtml>

Andrews, E.L. y Calmes, J. (2008). *Fed Cuts Key Rate to a Record Low*. The New York Times. Recuperado de <https://www.nytimes.com/2008/12/17/business/economy/17fed.html>

Webel, B. (2011). *Troubled Asset Relief Program (TARP): Implementation and Status*. Congressional Research Service.

Martín, A. (2017). *La herencia económica de Obama: de la recesión al pleno empleo con la sombra de la desigualdad*. Radio Televisión Española Noticias. Recuperado de <https://www.rtve.es/noticias/20170119/herencia-economica-obama-recesion-pleno-empleo-sombra-desigualdad/1474302.shtml>

Calhoun, M. (2018). *Lessons from the financial crisis: The central importance of a sustainable, affordable and inclusive housing market*. Brookings Center on Regulation and Markets. Recuperado de <https://www.brookings.edu/research/lessons-from-the-financial-crisis-the-central-importance-of-a-sustainable-affordable-and-inclusive-housing-market/>

Weller, C.E. (2012). *10 Reasons Why Public Policies Rescued the U.S. Economy*. Center for American Progress. Recuperado de <https://www.americanprogress.org/issues/economy/news/2012/05/29/11593/10-reasons-why-public-policies-rescued-the-u-s-economy/>

EFE (2008). *El BCE realiza la mayor bajada de tipos de interés de su historia para paliar la recesión*. El Mundo, Economía. Recuperado de <https://www.elmundo.es/mundodinero/2008/12/04/economia/1228377234.html>

Banco Central Europeo (2009). *Decisión del Banco Central Europeo de 2 de julio de 2009 sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief (bonos garantizados)*. BCE/2009/16, 2009/522/CE.

Comisión de las Comunidades Europeas (2008). *Un Plan Europeo de Recuperación Económica*. Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo, COM (2008) 800 final (Bruselas, 26.11.2008).

Krugman, P. (2009). *Revenge of the Glut*. The New York Times. Recuperado de <https://www.nytimes.com/2009/03/02/opinion/02krugman.html>

Fondo Monetario Internacional (2016). *Germany: Financial Sector Assessment Program – Crisis Preparedness, Bank Resolution and Crisis Management Frameworks.* IMF Country Reports (16/194).

Woll, C. (2014). *The power of inaction: Bank bailouts in comparison.* Cornell University Press.

Consejo de la Unión Europea (2011). *Principales resultados de la Cumbre del Euro.* Nota de prensa del Consejo de Europa (Bruselas, 26 de octubre de 2011). Recuperado de https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/125674.pdf

Banco Central Europeo (2018). *Informe Anual 2018.* Banco Central Europeo, Publicaciones. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.es.html#toc10>

Comisión Europea (2017). *Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria.* COM(2017) 291 final. Recuperado de <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/ES/COM-2017-291-F1-ES-MAIN-PART-1.PDF>

Federal Reserve (2019). *Federal Open Markets Committee Meeting held on 11th December 2019.* Federal Reserve Press Release (December 11th, 2019). Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20191211a1.pdf>

Roubini, N. y Rosa, B. (2018). *The Makings of a 2020 Recession and Financial Crisis.* Project Syndicate

Roubini, N. (2019). *The risk of a 2020 recession and crisis is growing.* The Guardian, Business. Recuperado de <https://www.theguardian.com/business/2019/jun/14/the-risk-of-a-2020-recession-and-crisis-is-growing>

U.S. Bureau of Economic Analysis (s.f.). *U.S. Economy at a Glance.* Bureau of Economic Analysis, News. Recuperado de <https://www.bea.gov/news/glance>

European Commission (2020). *Winter 2020 Economic Forecast: Offsetting forces confirm subdued growth.* European Commission Press Corner (February 13th, 2020)