



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS (ICAIDE)

**ANÁLISIS CRÍTICO DE LAS CAUSAS DE LAS CRISIS BANCARIAS.  
SIMILITUDES Y DIFERENCIAS EN LOS PROCESOS DE  
RECUPERACIÓN FOCALIZÁNDOSE EN LAS CONSECUENCIAS  
DE LA ÚLTIMA CRISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.**

Autor: Jaime Morán Baena

Director: Gloria Martín

Madrid  
Junio de 2014

# Índice de Contenidos

<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>3</b>
<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>5</b>
1.1. PROPÓSITO DE LA INVESTIGACIÓN.....	5
1.2 CONTEXTO Y UBICACIÓN .....	5
1.3 OBJETIVOS .....	6
1.4 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN .....	7
1.5 ESTRUCTURA.....	8
<b>2. SIMILITUDES Y DIFERENCIAS ENTRE LA CRISIS DE 1930 Y 2008. ....</b>	<b>8</b>
2.1 UNA CAUSA COMÚN CONSTANTE: INCREMENTO DE LA DEUDA.....	8
2.2. EL GRAN PARALELISMO: LA GRAN CRISIS DEL SIGLO XX FRENTE A LA GRAN CRISIS DEL SIGLO XXI .....	10
2.3 LAS GRANDES DIFERENCIAS: DRAMÁTICA SALIDA DE LA CRISIS DEL 29 FRENTE A LA TITUBEANTE DEL 2008. ....	17
<b>3. CATORCE CRISIS BANCARIAS: ¿ALGO EN COMÚN? .....</b>	<b>26</b>
3.1 OBJETIVO DEL ANÁLISIS “MULTICRISIS” .....	26
3.2 DEFINICIÓN DE CRISIS BANCARIA.....	28
<b>4. SECUELAS DE LAS CRISIS.....</b>	<b>30</b>
4.1 INDICADORES DEL MERCADO INMOBILIARIO .....	30
4.2 DIFICULTAD ESTRUCTURAL DEL MERCADO INMOBILIARIO ESPAÑOL.....	38
4.3 INDICADORES DEL MERCADO DE VALORES .....	43
4.4 INDICADORES DEL MERCADO LABORAL.....	48
4.5 INDICADORES PRODUCTO INTERIOR BRUTO .....	52
4.6 INDICADORES DEL INCREMENTO DE DEUDA PÚBLICA EN LOS TRES AÑOS SIGUIENTES A LA CRISIS BANCARIA.....	55
<b>5. CONCLUSIONES.....</b>	<b>58</b>
<b>6.BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>60</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICAS Y TABLAS

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO DEL BALANCE DE LA FED Y EL ÍNDICE DE S&P 500 FUENTE: RESERVA FEDERAL.....	9
GRÁFICO 2: RATIO DE AHORRO PERSONAL Y EL PATRIMONIO CONTRA LA RENTA DISPONIBLE DESDE 1955Q1 HASTA 2000Q3 .....	12
GRÁFICO 3: ACTIVIDADES DE TITULACIÓN POR LOS BANCOS (1995-2002).....	13
GRAFICO 4: RATIOS DE APALANCAMIENTO DE EEUU .....	14
GRÁFICO 5: ILUSTRACIÓN ANIMADA: “ OTRAS PERSONAS YA PAGARAN POR LIMPIAR LO QUE TIRO YO” .....	15
GRÁFICO 6: ILUSTRACIÓN DEL ESCANDALO DE ENRON CON LA AUDITORA ARTHUR ANDERSEN .....	16
GRÁFICO 7: SALARIO RELATIVO DE LA INDUSTRIA DE FINANZAS Y LA DESREGULACIÓN FINANCIERA .....	17
TABLA 1: MEDIDAS MACRO ECONÓMICAS A LO LARGO DE LAS DISTINTAS RECESIONES NORTE AMERICANAS .....	18
GRAFICO 8: PIB CONTRA EL NIVEL DE DINERO EN LA ECONOMÍA DE EEUU .....	20
GRÁFICO 9: RENTABILIDAD NOMINAL Y REAL DE EEUU A 10 AÑOS.....	21
GRÁFICO 10: EURO CONTRA EL DÓLAR AMERICANO 1999 - 2011.....	22
GRAFICO 11: TIPOS DE INTERÉS REALES DE LA RESERVA FEDERAL.....	25
GRÁFICO 12: PIB CUMULATIVO DESDE EL INICIO DE LA RECESIÓN (EEUU) .....	28
GRAFICO 13: MERCADO INMOBILIARIO CANTIDADES.....	31
GRAFICO 14: MERCADO RESIDENCIAL EUROPEO: PRECIOS .....	32
GRÁFICO 15: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO .....	33
GRÁFICO 16: CAÍDA DEL PRECIO DE LA VIVIENDA (%) .....	35
GRAFICO 17: DURACIÓN DEL AJUSTE (EN AÑOS).....	36
GRÁFICO 18: TASAS DE VARIACIÓN SALARIO Y EMPLEO. ESPAÑA (1978-2010) .....	37
GRÁFICO 19: PIRÁMIDE DEMOGRÁFICA DE 1950.....	39
GRÁFICO 20: PIRÁMIDE DEMOGRÁFICA DE 2001.....	40
GRÁFICO 21: PIRÁMIDE DEMOGRÁFICA DE 2025.....	41
GRÁFICO 22: PIRÁMIDE DEMOGRÁFICA DE 2050.....	42
GRÁFICO 23: CAÍDA DEL VALOR DE LOS MERCADOS DE VALORES (%).....	43
GRÁFICO 24: RECUPERACIÓN PRECIOS MERCADO DE VALORES (AÑOS).....	45
GRÁFICO 25: COMPARACIÓN DEL TIEMPO DE RECUPERACIÓN ENTRE EL MERCADO INMOBILIARIO Y EL MERCADO DE VALOR FUENTE: DATOSMACRO .....	46
GRÁFICO 26: INCREMENTO EN EL DESEMPLEO (%).....	49
GRÁFICO 27: PERDIDA DEL EMPLEO EN DISTINTAS CRISIS FINANCIERAS.....	52
GRÁFICO 28: CAÍDA DESDE EL PICO A VALLE DEL PIB EN LAS CRISIS BANCARIAS (%) .....	53
GRÁFICO 29: DURACIÓN EN AÑOS DE LA CAÍDA CONTINUADA DEL PIB.....	54
GRÁFICO 30: INCREMENTO ACUMULATIVO DE DEUDA PÚBLICA EN LOS TRES AÑOS SIGUIENTES A LA CRISIS BANCARIA .....	56
GRÁFICO 31: ESPAÑA: EVOLUCIÓN DE DEUDA EN MILLONES .....	57

## **Resumen Ejecutivo**

Este documento trata de analizar los efectos de las crisis bancarias en los indicadores económicos mas significativos. Así mismo busca encontrar similitudes y diferencias en el comportamiento de las economías que ha sufrido una crisis bancaria. Y así, de esta forma, determinar si existen “patterns” comunes a toda crisis que permitan identificar en que forma se sale de dichas crisis.

A lo largo del documento observaremos como existe un comportamiento similar en los indicadores económicos de distintos países tras sufrir una crisis bancaria. En este sentido hemos elegido algunas de las crisis mas relevantes del siglo XX y XXI.

Dada la importancia de la actual crisis dedicaremos un capítulo especial a compararla con la otra gran crisis del siglo XX, la de 1930. Las diferencias y similitudes de las mismas nos permitirán abordar con mayor claridad los elementos comunes de las otras catorce crisis analizadas. Así mismo en cada uno de los indicadores comparativos se intentará describir con detalle los efectos de la crisis del 2008 de la economía española así como identificar si el camino de salida de la misma es, por un lado similar al de otras crisis anteriores y, por otro suficientemente sólido.

La primera conclusión que sacamos de este estudio es que los efectos de las crisis bancarias son prolongados y afectan profundamente los indicadores económicos de los países. El análisis se queda en las métricas macroeconómicas no entrando en el comportamiento de los ciudadanos/consumidores respecto a los efectos de las crisis bancarias.

El análisis comparativo entre 1930 y 2008 nos aporta luz sobre la importancia de las políticas monetarias tanto desde el punto de vista de ser principal causantes de las crisis así como desde su valor paliativo.

La caída media del valor de los activos inmobiliarios es de un 35% desde el pico de valoración hasta el punto bajo. Este es un descenso medio que se prolonga a lo largo de 6 años. En el caso de la última crisis española prácticamente se repite este perfil manteniéndose una caída del 35% en un plazo de 5 años.

Respecto al retroceso de los mercados de valores la media de caída de valor es de un 55% en un periodo de algo mas de tres años. Nuevamente se manifiestan las similitudes de la crisis española del 2008 que presenta una caída de un 57% desde el pico en un plazo de 4 años.

Los efectos en el PIB nuevamente son sorprendentemente similares entre la caída media del PIB de las crisis anteriores y la española. La caída media del PIB es de algo mas de un 9% en un periodo de 2 años. En el caso español la caída desde el pico ha estado por encima de un 8% pero durante un periodo mas largo alcanzando los 4 años de duración.

Otro indicador que demuestra la severidad de las crisis bancarias es el rápido incremento de la deuda publica. Los datos indican que la media de incremento es un 86% en el plazo de tres años. En el caso español esta cifra es considerablemente mayor, superando el 95% cifra parecida a la de la anterior gran crisis bancaria española en 1977.

Otro indicador analizado estadísticamente es el comportamiento en los indicadores de desempleo. En este caso la crisis española supera espectacularmente la media de las crisis bancarias analizadas. Mientras que la media demuestra un incremento de 7 puntos porcentuales en el ratio de desempleo a lo largo de casi cinco años, la crisis actual en España incrementa este dato hasta algo mas de 17 puntos porcentuales en 7 años.

Finalmente extraeremos la conclusión de que, aunque existen grandes similitudes en las crisis analizadas, la actual del 2008, presenta efectos en España que son distintos.

## **1. Introducción**

### **1.1. Propósito de la investigación**

A lo largo de mi formación universitaria (2010-2014) ha habido una constante económica y social que ha determinado el sesgo de mi análisis: la crisis bancaria del 2008 y los efectos en la sociedad y en la economía.

En los últimos años he sido un espectador de la tragedia económica que mi país ha vivido. Como joven espectador todo el proceso de destrucción de riqueza, empleo y bienestar social me parecía algo nuevo. Tanto los medios de comunicación como la “academia” explicaban tanto las causas como sus consecuencias de lo ocurrido, y de lo que posteriormente ocurriría, como un evento único, difícil de prever y de encontrar referencia.

El propósito de la investigación por tanto es encontrar paralelismos y diferencias entre las distintas crisis bancarias que han existido a lo largo del siglo XX y siglo XXI.

### **1.2 Contexto y ubicación**

Las distintas crisis que vamos analizar se encuadran en un espacio temporal del siglo XX y XXI. Aunque las crisis bancarias se han dado a lo largo de la civilización moderna, especialmente tras la revolución industrial, el enfoque temporal de este trabajo se centra en las que han tenido lugar solo en el siglo XX y principio del siglo XXI.

Estas crisis se han dado en lugares distintos, tanto en mercados desarrollados como en los países en vías de desarrollo. Ambos grupos son objeto de análisis en este estudio.

De manera concreta se hará un estudio mas detallado entre las diferencias y similitudes de la crisis del 30 y del 2008 en Estados Unidos. Sería difícil de entender cualquier análisis de crisis posteriores a las del 30 sin profundizar en las causas de la gran depresión. Sería aun mas difícil de entender este trabajo sin comparar la gran crisis del siglo XX con la crisis del siglo XXI.

Por todo ello trabajaremos con datos extraídos de las crisis ocurridas en:

1929: Estados Unidos

1977: España

1987: Noruega

1991: Suecia y Finlandia

1992: Japón

1997: Malasia, Tailandia, Corea, Indonesia, Filipinas y Hong Kong.

1998: Colombia

2001: Argentina

2008: España y Estados Unidos

### **1.3 Objetivos**

Los objetivos de este documento son cuatro:

1. Trazar un mapa histórico de las similitudes y diferencias de la gran depresión (1930) y la gran recesión (2007)
2. Identificación de los personajes esenciales en la resolución de la crisis del 2008. Su perfil y el porque de sus decisiones.
3. Analizar parte de la literatura especializada escrita durante las crisis o en los años brevemente posteriores a las mismas.
4. Extraer datos de la evolución de las 14 grandes crisis sobre la evolución del mercado de valores, evolución del desempleo, evolución del precio de la vivienda, evolución del PIB y evolución de la deuda pública.

Estos tres objetivos buscan poder extraer un cuaderno de bitácora para futuras crisis. Por tanto, el objetivo final sería dejar constancia de un conjunto de actitudes que predeterminan una crisis así como también extraer un pequeño número de decisiones resolutivas de las mismas.

## **1.4 Metodología de la investigación**

El trabajo de investigación se ha hecho recopilando información de expertos tanto norteamericanos como españoles en las crisis mencionadas como también trabajando sobre ensayos históricos que reflejan la gravedad de las crisis.

Para ello se han analizado no solo documentos académicos como los del Profesor Rogoff de Harvard, como el Profesor Campa de IESE, la Profesora C. Reinhard de la Universidad de Maryland sino también ensayos sobre temas financieros como los escritos por L. Ahammed y Robert Kuttner.

El elemento esencial para la investigación de este trabajo ha sido el análisis de documentos escritos por los distintos distritos de la Reserva Federal de Estados Unidos así como por el Consejo de Gobernadores de la misma. Y de manera especial las intervenciones de reguladores y supervisores ante las distintas comisiones de investigación que el Congreso de Estados Unidos llevó a cabo tras la crisis de los años 30 y del año 2008.

En ese sentido la lectura tanto de la biografía, como alguno de los documentos del Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke, han sido claves en el proceso metodológico.

Finalmente, y con el objetivo de enriquecer e ilustrar parte del análisis he introducido un número determinado de ilustraciones gráficas de acceso público con el objetivo de demostrar que cualquier lector puede conocer causas y efectos comunes de las crisis. Así mismo he traído a este documento algunos dibujos (cartoons) que describen de forma sintética algunas de las razones y consecuencias de las crisis. El valor analítico de estas ilustraciones de acceso público es alto dado que refleja una rápida identificación de problemas que se repiten cíclicamente.



## **1.5 Estructura**

El trabajo de análisis se compone de tres principales apartados .

1. Análisis detallado de las similitudes y diferencias de las dos grandes crisis antes señaladas. Descripción de personajes claves y sus decisiones.
2. Análisis numérico de la profundidad de las 14 crisis bancarias ya identificadas. Similitudes.
3. Conclusiones y enseñanzas extraídas tanto del análisis en profundidad de los paralelismos y diferencias entre las crisis de 1930 y la del 2008 así como de la evolución de las crisis bancarias.

## **2. Similitudes y diferencias entre la crisis de 1930 y 2008.**

### **2.1 Una causa común constante: Incremento de la deuda**

Con el objetivo de aprender de esta crisis, analicé distintos informes que recababan información estadística sobre las causas de las crisis. De la basta información que trata los distintos procesos críticos como consecuencia de las crisis bancarias se debe destacar la lectura del libro de L. Ahamed, Lords of Finance, de editorial Penguin Group publicado en el 2009. Muestra algunas de las causas de la gran depresión que, sin ningún punto de duda, se asemejan a las vividas en la ultima crisis del 2008. Las distintas actuaciones de los bancos centrales y de los gobiernos producen muchos casos, y así lo refleja el citado libro, burbujas en los activos tanto reales como financieros provocando en el medio plazo hecatombes económicas que van mas haya en la caída de valor de dichos activos. Así políticas monetarias laxas y continuadas tienen un triple efecto económico que se repite a lo largo del siglo XX como demuestra Ahamed.

Este triple efecto arranca con una sobrevaloración de los mercados de valores que conlleva un proceso de retroalimentación desplazando dinero de la economía real hacia dichos mercados. Este ciclo virtuoso en su inicio pero vicioso en su fase final se extiende mas allá de los inversores institucionales y sofisticados incorporando familias y empresas. Los bajos tipos de interés continuados impulsan la valoración de los mercados independientemente del retorno final de las empresas. Un amplio porcentaje de la recuperación de los

mercados de la crisis del 2008 viene dado por las políticas laxas de la reserva federal. El concepto “adicción” que explica la correlación casi absoluta entre el crecimiento del balance de la reserva federal y los índices bursátiles en concreto el S&P 500 (Campa, 2014)

**Gráfico 1: Crecimiento del balance de la FED y el índice de S&P 500**



*Fuente: Reserva Federal*

El segundo efecto de la relajación de la política monetaria es el incremento agudo de los precios de los activos reales, en concreto de los inmuebles. Ahamed (2009) demuestra que al principio de los años 20 la política monetaria expansiva del banco central alemán obliga a los inversores germanos a invertir casi compulsivamente en activos reales como proceso de protección ante la inflación. Esta carrera con el objetivo de proteger el valor del dinero termina generando una burbuja irracional de un mercado ilíquido donde la única forma de ajuste es un desplome del valor de tales activos. Tal y como sugieren Leo Glebber y David Blanc (1956), también en Estados Unidos se dio una locura colectiva en distintos estados especialmente en Florida. Como anécdota distintos apartamentos en Miami se compraban y vendían mas de diez veces al día.

El tercer factor señalado en el libro es la débil regulación sobre entidades financieras tanto bancos como compañías de seguros. Este fenómeno que según

Jon Moen y Ellen Tallman (1992) se repite cíclicamente como consecuencia de las ganancias acumuladas en las entidades financieras que les permite “presionar” a legisladores y reguladores hacia posturas más flexibles tanto en las demandas de regulación como en los procesos de supervisión. De forma similar durante el mandato del Presidente Clinton se declara públicamente que “la regulación de Glass Steagal ya no es apropiada”. Así en 1999 mediante la “Gramm-Leach-Bliley Act” se rechazan los artículos que restringían la unión entre bancos comerciales y bancos de inversión. Este proceso al igual que el llevado en 1907 está en la raíz de las crisis posteriores del 30 y del 2008. Según Robert Kuttner (2007) en su libro “The alarming parallels between 1929 and 2007” toda crisis bancaria tiene su esencia en “la desregulación y conflicto moral de los procesos de rescate (bailouts)”. El mismo Robert Kuttner en su testimonio ante el comité de servicios financieros en 2007 con motivo de la investigación de la crisis bancaria del 2007 señaló las similitudes absolutas de “el excesivo apalancamiento, la falta de representación, los conflictos de interés, la no transparencia y el triunfo de la euforia creada sobre la evidencia real” entre el gran depresión del 29 y la gran recesión del 2008.

## **2.2. El Gran Paralelismo: La gran crisis del siglo XX frente a la gran crisis del siglo XXI**

A lo largo del documento describiremos los efectos de las catorce crisis bancarias sobre las que hay datos estadísticos relevantes para determinar sus efectos tanto en las económicas reales como en los mercados financieros. Todas ellas comparten raíces comunes en una especie de infinito “Dèjà vu”. El símil que ilustra gráficamente esta concatenación de sucesos históricos es el “laberinto de espejos”. Cuanto más cercano está el primer espejo y la imagen reflejada en él más fácil es de entender que es igual que la imagen más distante.

De esta misma forma cuanto más analizamos las causas de la última crisis del 2007 más vivas están en nuestro análisis las raíces de la primera crisis analizada, la crisis del 29. Entre los distintos documentos y libros que analizan el paralelismo de ambas crisis financieras es de destacar el testimonio anteriormente mencionado de Robert Kuttner ante el comité de servicios

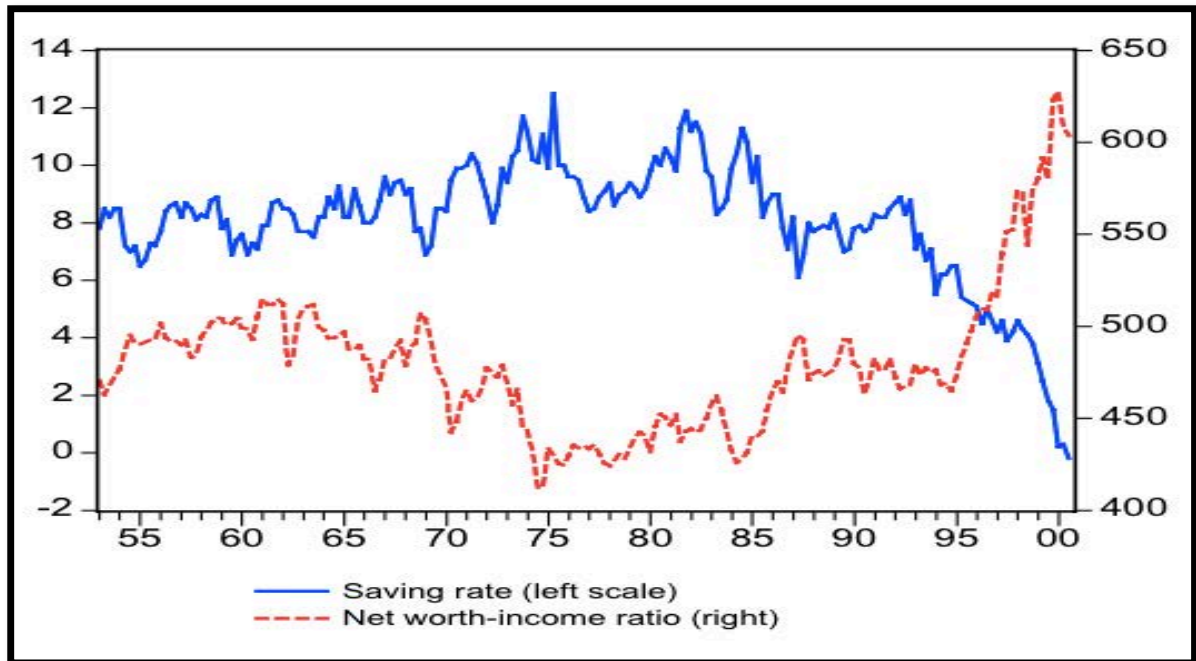
financieros presidido por el congresista Barney Frank. De este testimonio lo mas escalofriante es la fecha de sus intervención: Octubre del 2007, poco mas de un año antes de la caída de Lehman Brothers, evento que es considerado como el inicio de la gran crisis actual. La presidencia del congresista Frank del comité es también significativa si tenemos en cuenta que junto al senador Dodd desarrolla la denominada “Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection act” encaminada a promover la estabilidad financiera mediante las mejoras de regulación, supervisión y transparencia del sistema financiero. En su intervención ambos representantes de la soberanía popular determinaron que la misión de dicha acta era proteger al “American Tax payer” de futuros rescates así como proteger a los consumidores de abusos mediante distintas practicas por parte de las entidades financieras.

Este acta efectiva en Junio de año 2010, tiene, su primera raíz en la intervención mencionada de Mr. Kuttner ante el comité financiero.

A lo largo de dicha intervención que titula “The alarming parallels between 1929 and 2007”. Como veremos a continuación las causas no pueden ser mas parecidas. El mismo Kuttner aconseja a Mr. Frank que “todos los miembros del comité pasen algún tiempo leyendo el informe de Mr. Pecora y se quedaran alarmados por un profundo sentimiento de Déjà vu” (Kuttner, 2007) Mr. Pecora era el “Chief Counsel” para la investigación de las causas de la crisis del crash de 1929 bajo el auspicio del “Committee on banking and curreny”.

En base a su análisis Robert Kuttner identifica las cinco similitudes en el origen de ambas crisis. La primera la ya comentada creación de burbujas en el valor de los activos. Como hemos dicho previamente es un proceso de retroalimentación constante que arranca con una política monetaria laxa. El informe presentado por los economistas Dean Maki y Mitchel Palumbo (2001) demuestra que el crecimiento en el valor de los activos como consecuencia de tipos de interés bajos en los años 90 conlleva una caída en el ahorro por desplazamiento de este hacia los mismos activos financieros dando lugar a un “asset bubble”.

**Gráfico 2: Ratio de ahorro personal y el patrimonio contra la renta disponible desde 1955Q1 hasta 2000Q3**



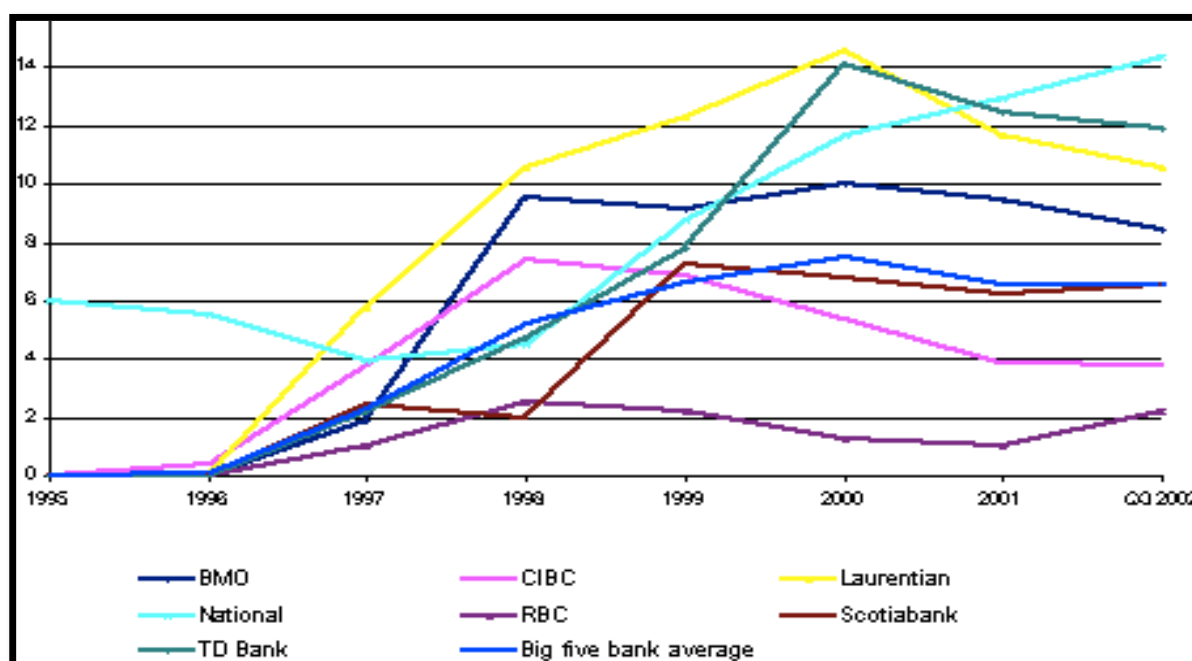
Fuente: *Disentangling the wealth effect*

La segunda similitud es la titulación de los créditos (Securitization of credit). Aunque hay una creencia general de que los procesos de “*securitization*”<sup>1</sup> es fruto de la reciente innovación financiera esta práctica se daba ya en los años 20 mediante la “*originate and repackage*” (el proceso de creación de la titulación de créditos) de préstamos altamente especulativos. De hecho esta práctica generalizada por entidades por Morgan o Chase en los años 20 es la que lleva a los reguladores americanos a establecer la “*Glass Steagall Act*”<sup>2</sup> descrita al inicio de este documento. Como se ve en el gráfico posterior al final de los años 90 y coincidiendo con el desmantelamiento de la “*Glass Steagall Act*” el aumento de activos “*securatizados*” tiene un crecimiento de una forma casi geométrica haciendo crecer los títulos en manos de inversores de manera muy similar a los años 20.

<sup>1</sup> Securitization: La titulación de crédito. Combinación de hipotecas formando una gran piscina de estas y dividiéndolas en distintos tramos dependiendo de la calidad crediticia de estos.

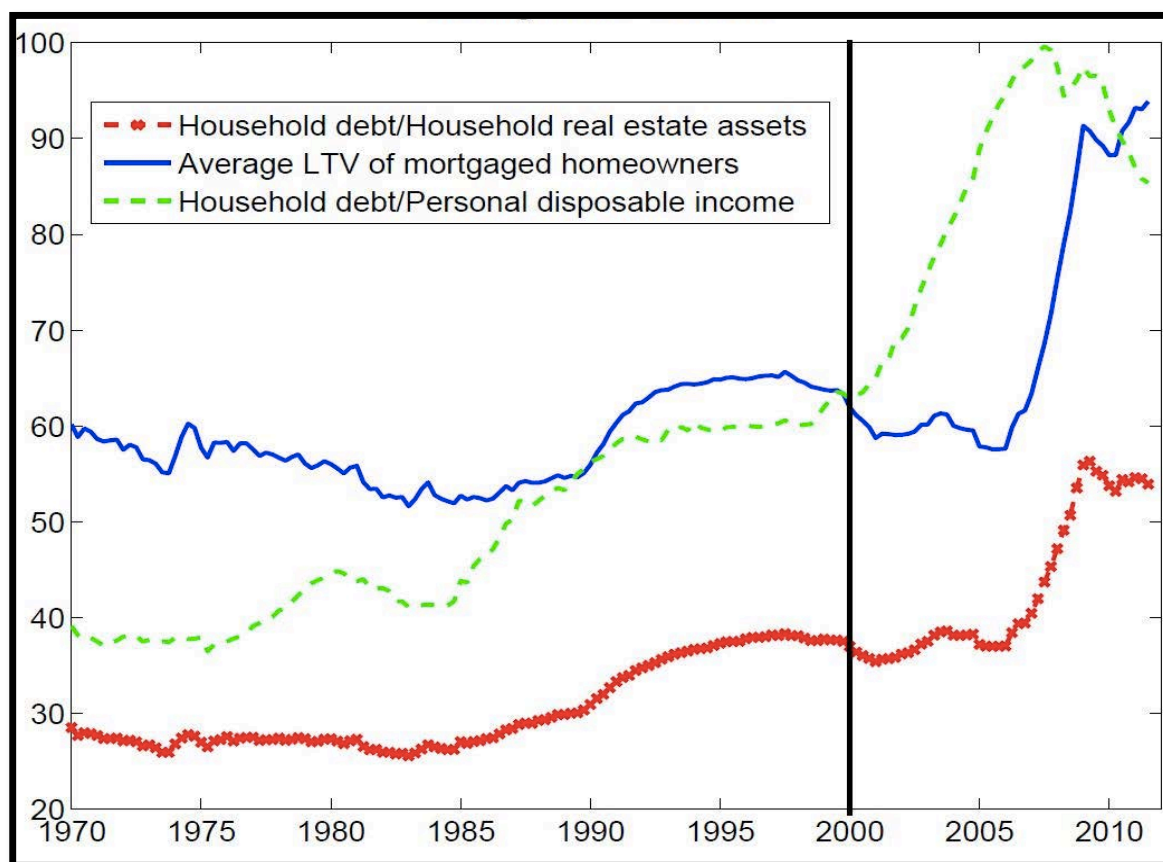
<sup>2</sup> Glass Steagall Act: Acta que prohibía a los bancos comerciales participar en negocios de banca de inversión.

**Gráfico 3: Actividades de Titulación por los Bancos (1995-2002)**



El tercer paralelismo es el uso excesivo de apalancamiento por parte de los agentes económicos. Aunque el indicador más significativo de apalancamiento es el ratio de capital sobre activos de las entidades financieras, en el caso de Estados Unidos al ser una economía fuertemente “desintermediada” es más fiable el seguir la evolución de los ratios de apalancamiento de las familias. En el gráfico siguiente podemos observar cómo las tres métricas de apalancamiento de los hogares, deuda del hogar respecto al valor de los activos, la hipoteca respecto al valor de los activos y la deuda del hogar respecto al ingreso de las familias sufre una alteración sin precedente en los 30 años anteriores a la crisis. Aunque es difícil comparar esta tendencia con la dada en los años 30 dada la falta de datos estadísticos de principio de siglo, Kuttner se atreve a aventurar que el paralelismo es casi idéntico. De hecho el congreso de los Estados Unidos impuso límites al apalancamiento dado el crecimiento astronómico que había alcanzado en los años 20. Este apalancamiento contribuye a alimentar el precio de los activos reales creando un mayor valor del colateral lo que permite a la familia o empresa a seguir apalancándose y así hasta el infinito. Nuevamente observamos como en ambas crisis las políticas monetarias laxas incentivan un desenfrenado crecimiento del precio de los activos.

**Grafico 4: Ratios de apalancamiento de EEUU**



El cuarto paralelismo identificado por Kuttner es lo que él llama la corrupción de los “*Gate keepers*”<sup>3</sup>. Al igual que en los años 20 aquellos agentes encargados de levantar la voz ante la acumulación excesiva de riesgos financieros mantienen una actuación proactiva que empuja aun más la creación de burbujas en los activos financieros. Si bien en los años 20 lo jugaban fundamentalmente contables, auditores y analistas que resultaron ser agentes de las corporaciones, mas que agentes de los inversores, en la última crisis el actor principal representando este papel han sido las agencias de rating.

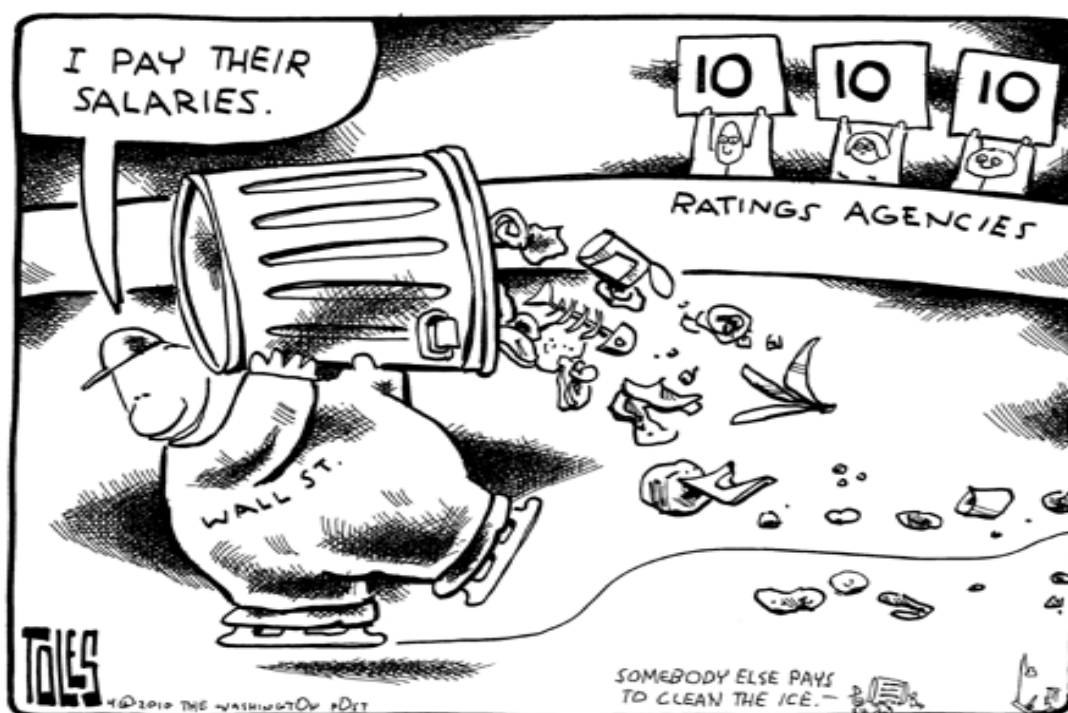
Es cierto que el debate tras la actuación de las agencias y la falta de criterio o de “talento” de las mismas se ha abierto. Pero ninguno de los usos y costumbres que llevaron a esa falta de rigor ha sido subsanado al igual que pasó en los años 20. En la raíz del problema se encuentra el modelo de retribución de estos agentes

<sup>3</sup> Gatekeepers: Los requisitos que se deben dar para poder cualificarse para un plan a largo plazo.

que, en su opaco análisis, tienen que jugar con la necesidad de responder a sus mismos accionistas mediante el incremento de la cuenta de resultados.

A diferencia de lo que ocurrió con la crisis de Enron en el 2001 donde Arthur Andersen fue forzada a desaparecer por no haber avisado correctamente de los riesgos, nada permanente ha ocurrido con las agencias de rating. De hecho su política de ingresos y de gestión de clientes ha permanecido prácticamente inalterada y solo sometida a análisis de autorregulación.

**Gráfico 5: Ilustración animada: “ Otras personas ya pagaran por limpiar lo que tiro yo”**



*Fuente: Rating agencies income*



**Gráfico 6: Ilustración del escándalo de Enron con la auditora Arthur Andersen**

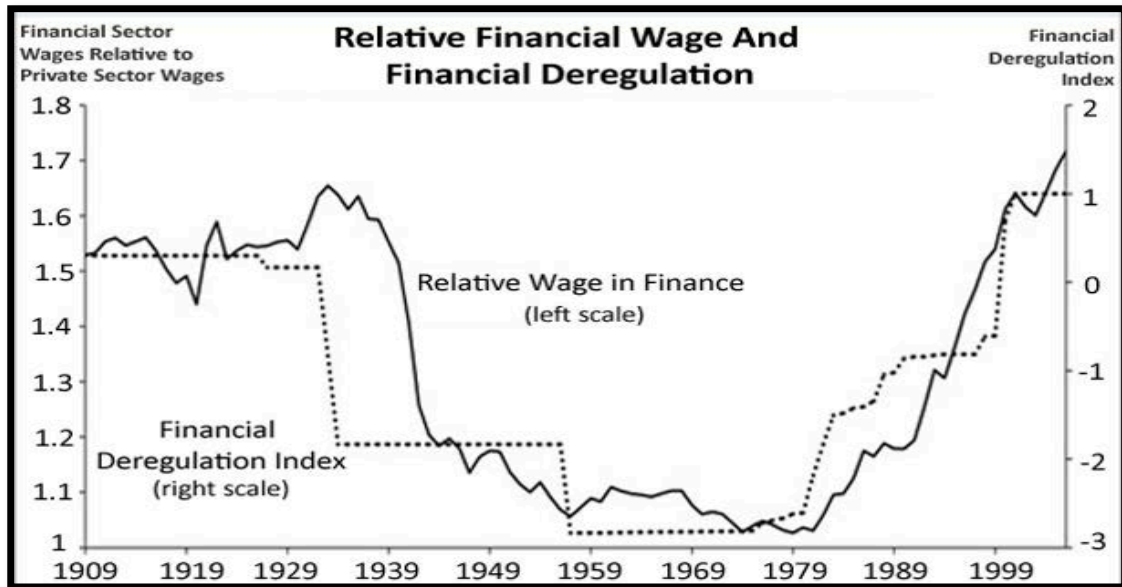


*Fuente: Enron Scandal*

Finalmente, el último paralelismo encontrado en ambas crisis es el fallo en la regulación para mantenerse al mismo nivel que la innovación financiera. La complejidad para valorar los activos en las entidades financieras como consecuencia de las causas anteriormente señaladas, invitó tanto en los años 20 como desde finales de los años 90, a una mayor “autorregulación” del propio mercado financiero con el desarrollo de modelos de riesgos internos y con la prácticamente nula supervisión de los reguladores supervisores. Este proceso de “desregulación” no es fortuito ni casual, como señalan Thomas Philippon y Ariel Reshef (2008) en su informe destacan la presión que reciben la clase política para desregular los mercados encuentra su motivación en el incremento de la compensación de los directivos de las entidades financieras.

En el gráfico se ve con claridad la altísima correlación entre desregulación financiera e incremento del salario de los ejecutivos de las entidades financieras.

**Gráfico 7: Salario Relativo de la industria de Finanzas y la desregulación financiera**



### **2.3 Las Grandes diferencias: Dramática salida de la crisis del 29 frente a la titubeante del 2008.**

A pesar de los grandes paralelismos que han generado ambas crisis los comportamientos de los indicadores económicos mas relevantes divergen considerablemente. Esta circunstancia es la que ha hecho pensar a distintos analistas y economistas que los orígenes de ambos cataclismos fueron distintos. Pero tal y como hemos intentado probar en los párrafos anteriores nada mas lejos de la realidad. Causas comunes con problemas comunes.

Pero es cierto como vemos en la tabla adjunta, que tanto la caída del PIB como el incremento del desempleo, así como la evolución de los precios divergen considerablemente en ambas crisis. De esta forma, frente a una subida del desempleo nos encontramos con una evolución negativa de menos de un 4% en la crisis del 2007. Mas significativo aun es la diferencia en la evolución de precios y desempleo. Si en el año 2007 se ha conseguido mantener una inflación en el entorno del 3%, muy cercano al objetivo de gestión marcado por la Reserva Federal, en la crisis del 29, la deflación azotó todos los sectores de la economía americana alcanzando una caída máxima del 27% de los precios. Un nivel de deflación irrepetible a lo largo de las crisis tanto del siglo XX como del siglo XXI. Y finalmente el comportamiento del desempleo también diverge de una forma

significativa. Si el máximo alcanzado en esta crisis ha sido ligeramente inferior al 10% en la del 29 el ratio de desempleo superó el 25%. Es dramático ser testigo de que esta cifra coincide, e incluso es superada por la situación actual de la economía española.

Es difícil de entender sin profundizar en la actuación de los agentes económicos como ante problemas y causas similares los resultados divergen tanto. La lectura de estas cifras genera un cierto optimismo respecto al valor del análisis de las ciencias económicas y en especial del valor en el análisis de la historia.

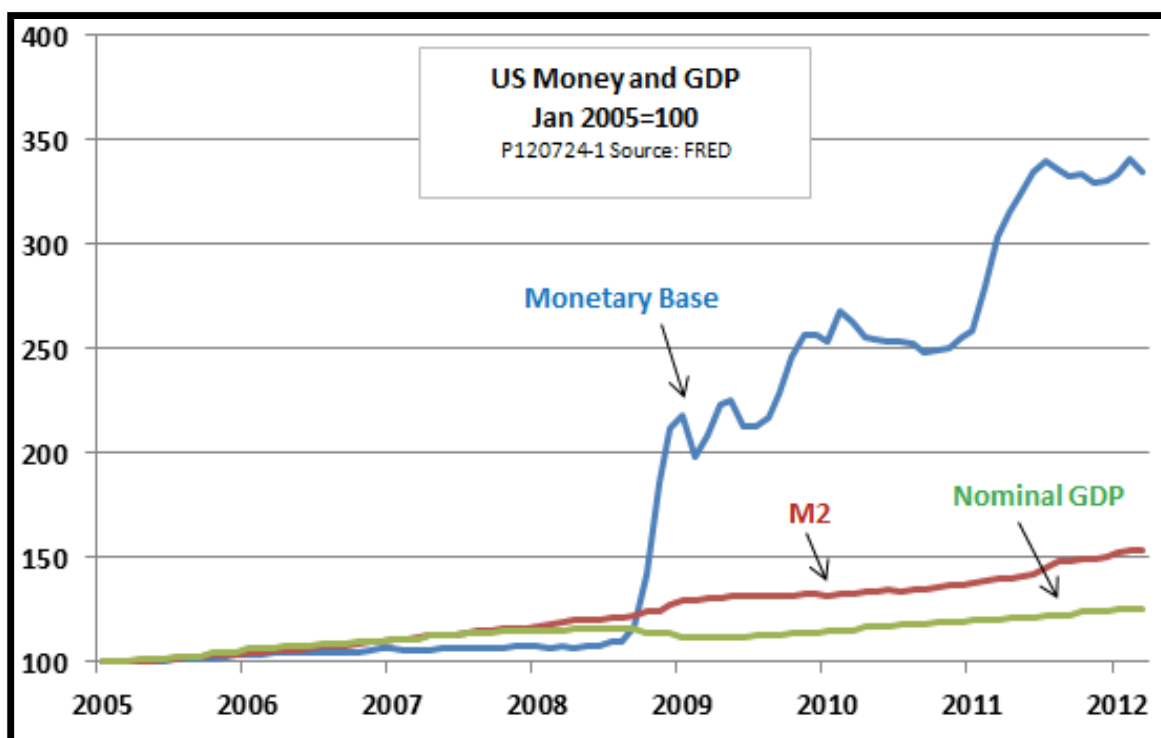
**Tabla 1: Medidas macro económicas a lo largo de las distintas recesiones Norte Americanas**

Recesión	Duración (meses)	Disminución Real en el PIB (%)	Máximo nivel de desempleo (%)	IPC variación (%)
<b>29-33</b>	43	-36.21	25.36	-27.17
<b>37-38</b>	13	-10.04	20.00	-2.08
<b>45-45</b>	8	-14.48	3.40	1.69
<b>48-49</b>	11	-1.58	7.90	-2.07
<b>53-54</b>	10	-2.53	5.90	0.37
<b>57-58</b>	8	-3.14	7.40	2.12
<b>60-61</b>	10	-0.53	6.90	1.02
<b>69-70</b>	11	-0.16	5.90	5.04
<b>73-75</b>	16	-3.19	8.60	14.81
<b>80</b>	6	-2.23	7.80	6.30
<b>81-82</b>	16	-2.64	10.80	6.99
<b>90-91</b>	8	-1.36	6.80	3.53
<b>01</b>	8	0.73	5.50	0.68
<b>07-09</b>	20	-3.66	9.50	2.76

Si hay un gran paralelismo en las causas y una divergencia en las consecuencias solo queda pensar que las actuaciones llevadas a cabo por las autoridades monetarias y fiscales fueron distintas. No hay que desdeñar la coincidencia histórica de que al frente de la Reserva Federal durante la crisis del 2007 se encontrase Ben Bernanke. El Sr. Bernanke como profesor del departamento de Economía de Princeton University se especializó en el análisis de las causas de la crisis del 29. De hecho uno de los primeros discursos que da tras ser nombrado gobernador en el año 2002 se titula “Deflation: Making sure it doesn’t happen here”. Este discurso marca lo que se viene a llamar la “Bernanke Doctrine” cuyo objetivo fundamental es el uso de instrumentos de política monetaria para combatir la deflación. Hasta ese momento se había entendido que la actuación de la Reserva Federal debía tener como objetivo el combatir la inflación. No en vano esta había sido la gran enfermedad de la economía americana de los años 80 tras la crisis del petróleo. Ya en aquel momento, 2002, Bernanke anticipa lo que serían sus principales actuaciones durante la crisis del 2007 con el objetivo de no repetir la dramática salida de la crisis del 29.

Esta visión aun no suficientemente analizada por parte de Bernanke es la que podríamos considerar la pieza fundamental para entender los datos anteriores. Con la deflación y el desempleo como grandes amenazas tras un shock de demanda Bernanke determino siete pasos fundamentales para combatir el pesimista escenario que se avecinaba tras la caída de Lehman Brothers y el estallido de las hipotecas Sub-prime. Acciones que van en la dirección totalmente opuesta de las tomadas por la “distinta” Reserva Federal que había en los Estados Unidos en los años 30. Estas medidas se han convertido en el “mantra” para combatir la deflación. De entre ellas vamos a dar un repaso a las que han tenido un impacto directo sobre una salida razonable de esta crisis frente a lo ocurrido en los años 30. Empecemos con el incremento de la oferta monetaria, en otras palabras lo que se ha conocido como “políticas de Quantitative Easing (QE)”.

**Grafico 8: PIB contra el nivel de dinero en la economía de EEUU**

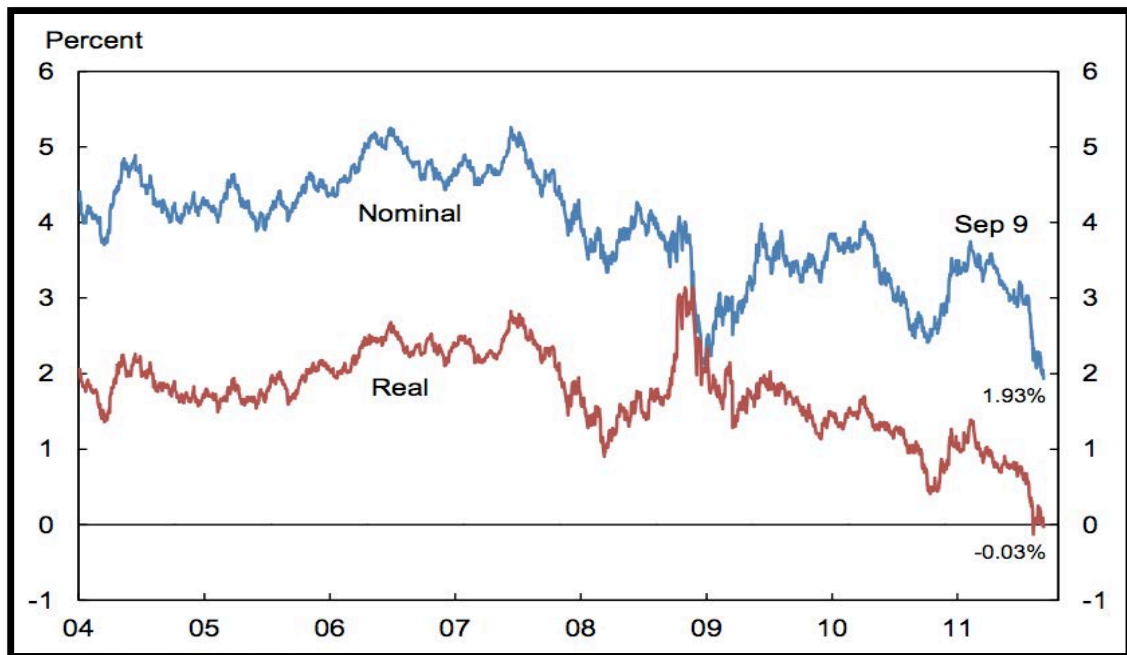


*Fuente: EconoMonitor.com*

Este incremento en la oferta monetaria debe venir, según la doctrina Bernanke acompañado por dos acciones paralelas. Por un lado asegurar que la liquidez llega al sistema financiero y por otro la bajada de tipo de interés hasta alcanzar el 0%. Así en su discurso de Noviembre de 2002 determina:

“Un banco central debería ser siempre capaz de generar inflación incluso cuando los intereses nominales de corto plazo... Este método directo del cual yo personalmente prefiero sería anunciar por parte de la Reserva Federal unos techos en rentabilidad de la deuda pública” .

**Gráfico 9: Rentabilidad Nominal y Real de EEUU a 10 años**



*Fuente: Reserva Federal*

A estas medidas anteriores Bernanke añade el control en la rentabilidad de los bonos corporativos. Aunque la reserva federal no tiene capacidad legal para intervenir en la compra de estos activos si que puede afectar a los mismos mediante el préstamo masivo por parte de la reserva a entidades corporativas a tipo 0%. Así mismo ya en el 2002 anuncia que ante un posible “shock” de demanda la política cambiaria debe ser expansiva con un proceso de devaluación del dólar. En su mismo discurso del 2002 determina que esta es la medida que finalmente permitió al presidente Roosevelt sacar a Estados Unidos de la Gran Depresión. Así en el grafico adjunto se observa como desde la llegada de Bernanke en el año 2002 el Dólar ha sufrido una devaluación constante contra la otra gran moneda de referencia, el euro.

**Gráfico 10: Euro contra el Dólar Americano 1999 - 2011**



*Fuente: Bloomberg*

Finalmente una de las medidas que generó mayor polémica en el 2008 fue la compra de participaciones significativas de bancos y entidades financieras que ya se anunció también en la doctrina Bernanke en el 2002. Así entre el 2008 y el 2010, el tesoro americano siguiendo la “doctrina Bernanke” entró en el capital de la mayoría de los grandes bancos norteamericanos, pero incluso fue más allá al entrar también en otro tipo de compañías financieras tales como AIG (American Insurance Group), GE (General Electric) y también compañías industriales como General Motors.

Esta actuación tan perfectamente radiografiada por Bernanke en el 2002 es la que permite una salida mas rápida y distinta de lo ocurrido en 1930. En aquellas crisis las Reservas Federales de los distintos distritos no actuaron de manera coordinada y de hecho tomaron distintas políticas. Un claro ejemplo de esto fue como la Reserva Federal de Atlanta y la de St. Louis tomaron decisiones opuestas respecto a facilitar acceso a su dinero por parte de entidades sin colateral adecuado o que se encontraban fuera del sistema financiero. Mientras la Reserva Federal de Atlanta actuó de una forma similar a la Reserva Federal de Bernanke en el 2007, St. Louis adoptó medidas restrictivas respecto a la masa monetaria y a las facilidades de crédito barato para entidades no financieras. Años mas tarde

se observó como la recuperación tanto de las entidades financieras como de la economía del Distrito de Atlanta fue mas rápida que la de St. Louis. En definitiva las lecciones aprendidas de la crisis del 30 permitieron a Estados Unidos atacar las consecuencias de la crisis del 2007 de forma distinta. Así durante la depresión la Reserva Federal permitió que el “stock” de dinero se colapsase dando lugar a la deflación. En los años posteriores a la crisis de 2007 el “stock” de dinero siguió creciendo permitiendo que el nivel de precios permaneciera estable.

De forma similar, durante la depresión los dirigentes de la Reserva Federal interpretaron que bajos tipos de descuento podían dar una señal negativa a los mercados. De esta forma muchos bancos con verdadera necesidad de liquidez no pudieron acceder a la “ventana de la Reserva Federal” condenándoles a una “corrida de depósitos” y finalmente a su desaparición. Por el contrario la Reserva Federal del 2007 actuó rápidamente animando a los bancos a pedir dinero a la Reserva Federal. Primero mediante el mensaje de que la “ventana de la Reserva Federal” estaba disponible para facilitar toda la liquidez necesaria por parte de los Bancos y así mismo reduciendo el tipo incrementando los plazos. Pero quizás la medida mas inteligente respecto a lo que la inyección de liquidez significaba fue la creación del TAF (Term Auction Facility) lo que permitía a los bancos acceder a los fondos de manera anónima sin tener que pasar por la “ventana de la Reserva Federal”.

Pero quizás la mayor diferencia de cómo actuaron tanto el Tesoro y la Reserva Federal en ambas crisis se da en la forma de enfrentarse al rescate de las entidades que suponían un significativo riesgo sistémico. Así durante la crisis del 2007 y con excepción del caso Lehman Brothers la Reserva Federal demostró de manera constante su voluntad de facilitar préstamos al Tesoro para evitar la bancarrota de múltiples entidades. Apoyando los programas del Tesoro para estabilizar los bancos mediante compras de capital. Por el contrario, durante la crisis del 29 y a excepción de la liquidez dada por parte de la Reserva Federal de Nueva York el resto de los distritos prestaron poca atención al riesgo sistémico del conjunto financiero. Lehman Brothers pasará a la historia como el error mas significativo cometido por los supervisores financieros durante la reciente crisis.



Así Allan H. Meltzer (2009) profesor de política y economía de la universidad de Carnegie Mellon University señaló el caso de Lehman Brothers como el “mas horrendo error al cambiar (la FED) su política de rescates en mitad de la recesión”

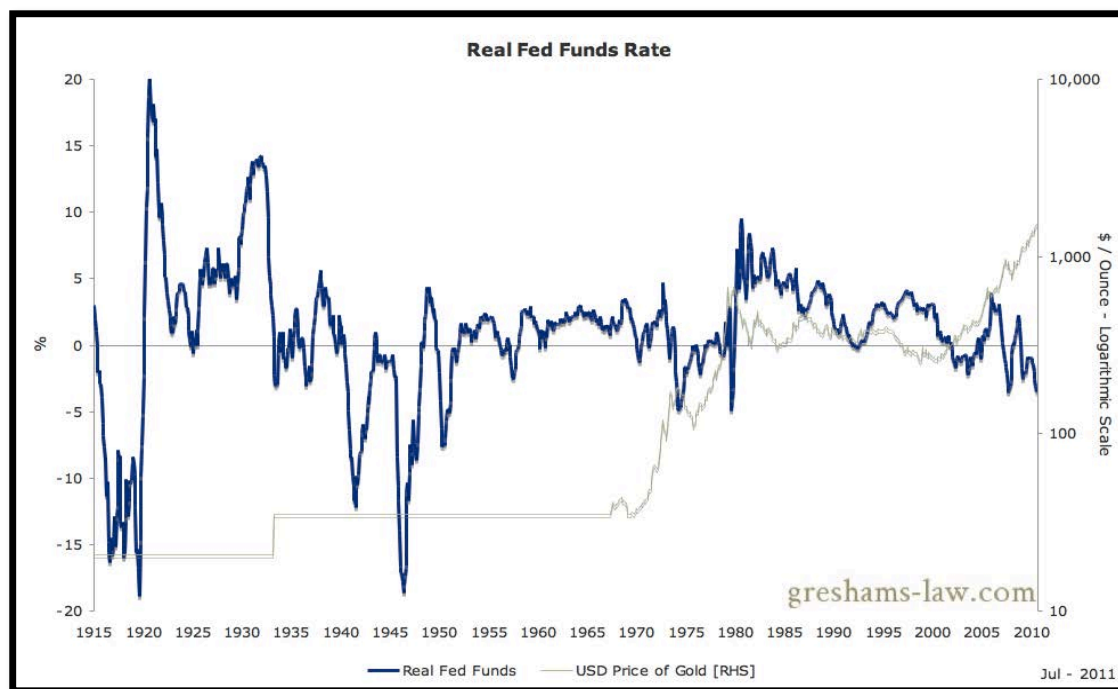
Por el contrario durante la gran depresión la Reserva Federal se decidió no rescatar al “Bank of United States” y, lo que fue mas grave, no atajar de manera contundente las consecuencias del no rescate.

Pero también en las actuaciones de menor calado mediático el comportamiento de la Reserva Federal varia mucho entre las dos crisis. Un ejemplo claro fue la gestión de los requerimientos para las reservas a las entidades financieras por parte de la Reserva Federal.

Como hemos podido observar el camino de salida de ambas crisis ha sido distinto. En 2009 la Reserva Federal consiguió no repetir las políticas erróneas de la gran depresión. Fue capaz de generar las herramientas adecuadas para atacar el problema de deflación y falta de liquidez de una manera contundente. Aun así críticos como Robert Hetzel (2013), Senior Economist de la Reserva Federal de Richmond considera que la actuación de la FED no fue suficientemente rápida no atacando los problemas de la base monetaria demasiado pronto. En su documento señala que “dinero fácil e inflación llevan a falta de dinero y deflación”. Es por ello por lo que considera que las señales de rápido crecimiento en el valor de los activos y los precios debe conllevar identificación de alertas tempranas por parte de los supervisores. Es decir, las acciones que se tomaron en el 2008 y en el 2009 debían haber sido tomadas con anterioridad siguiendo la máxima disciplina que rige los bancos centrales respecto a estar ajenos y externos a la evolución cíclica de la economía. Hetzel, en esencia, señala que las variaciones y perturbaciones de la masa monetaria son lo que originan los cambios de ciclo y, por ende, una mejor coordinación y planificación por parte de los bancos centrales, en este caso la Reserva Federal, evitaría los procesos excesivamente expansivos y contractivos de la economía. En definitiva cuando los bancos centrales fallan en seguir los procedimientos que permiten a los mercados determinar los tipos de interés reales a través de la

creación o destrucción de dinero están generando ciclos de “*Boom and Bust*”<sup>4</sup>. Como observamos en el grafico adjunto la oscilación de los tipos de interés reales entre los 20 y los 30 alcanzó sus máximos llevando por consiguiente a la gran burbuja y estallido de la misma.

**Grafico 11: Tipos de interés reales de la Reserva Federal**



*Fuente: Reserva Federal*

Así mismo Daniel Thornton de la Reserva Federal de St. Louis señala que la respuesta de la Reserva Federal a las primeras señales de la crisis fue “anémica”. Incluso que la reducción de tipos desde el 5.25% en septiembre de 2007 a 2% en abril de 2008 fue lenta y no correctamente planificada (Hetzl, 2013). Por eso consideran que esta reducción, si bien adecuada, fue claramente inefectiva fundamentalmente porque el canal de los tipos de interés en la política monetaria es relativamente débil en caso de severas crisis económicas.

Esta discrepancia de pareceres nos abre una puerta de incertidumbre sobre si las actuaciones tomadas en esta reciente crisis solo han aliviado los efectos en el corto plazo o, por el contrario, han sido capaces de generar una base estable para el futuro.

---

<sup>4</sup> Boom and Boost: Ciclos de boom y de colapso.

### **3. Catorce Crisis Bancarias: ¿Algo en común?**

#### **3.1 Objetivo del análisis “multicrisis”**

El análisis comparativo que hemos hecho respecto a las crisis más importante del siglo XX al XXI nos permiten atisbar que las enseñanzas de las mismas actúan como elementos correctores en la resolución de las mismas. Pero es dramático el constatar que los ciclos de “*Boom and Bust*” señalados por Hetzel se han repetido a lo largo de los años. Y es aun mas duro ser consciente de que a pesar de que el profundo conocimiento de la historia económica de supervisores y reguladores, las causas que producen éstas crisis siguen siendo las mismas. Parece, de alguna manera como si el mundo económico fuese consciente de su enfermedad solo cuando se siente afectado por ella aun sabiendo que los “análisis” avisan de una crisis severa. El objetivo de este trabajo no es otro que hacer un recorrido sobre el comportamiento de los principales datos macroeconómicos de un conjunto de países que en algún momento del siglo XX o siglo XXI se han visto afectados por la crisis.

El porqué de esta repetición de “causas y efectos” no esta en el espíritu de este proyecto. Como he querido describir en el estudio pormenorizado de los paralelismos y diferencias de las dos grandes crisis todo proceso degenerativo económico esta relacionado en su inicio con un “shock” de masa monetaria. Por tanto en los próximos apartados se hará una leve descripción analítica de los “picos y valles” de cada uno de los eventos como consecuencia de las crisis bancarias.

No deja de ser espeluznante como en cada uno de los casos descritos, las causas son siempre las mismas. Y no deja de ser, esperanzador como, en cada caso, el conocimiento de crisis anteriores permite soluciones mas adecuadas. Como insinúa Timothy Geithner (2014) en su ultimo libro titulado “*Stress Test: Reflections on Financial crises*” la pérdida de la memoria histórica respecto crisis anteriores hace que el mundo repita los mismos errores. Y solo aquellos que permanecen ajenos a la “fiesta” son capaces de ver la magnitud de las mismas.

Por ellos este documento no ambiciona determinar las causas ni ofrecer solución alguna respecto a ellas, sino analizar el comportamiento de las economías tras el golpe de una crisis bancaria.

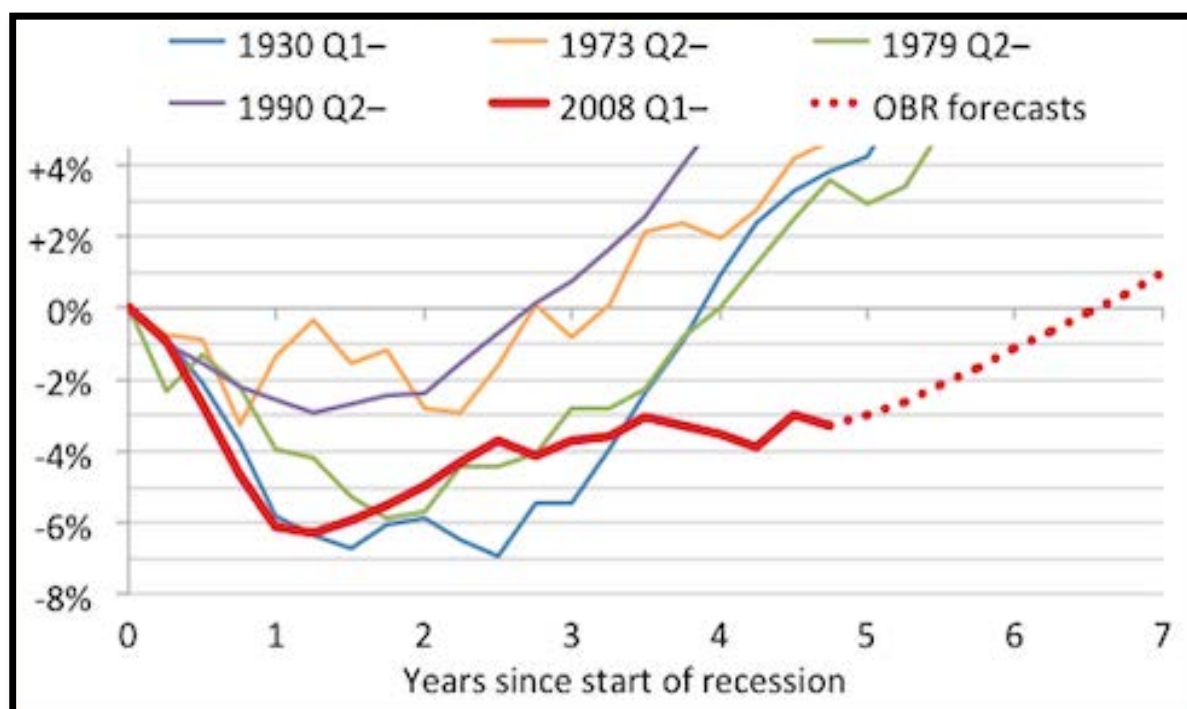
Para eso se han acumulado datos de un conjunto de crisis bancarias de la segunda mitad del siglo XX y los inicios del XXI. Como vemos en el gráfico adjunto esta reciente crisis es la que tiene un perfil más duro a nivel mundial. El camino de recuperación del PIB mundial esta siendo mucho mas lento no solo respecto al el esperado sino también respecto a cualquier otra gran crisis del siglo XX. De hecho, aunque la crisis del 30 afectó muy severamente a Estados Unidos y Europa en los niveles de PIB mundiales, se recuperaron mas rápidamente como consecuencia de una menor globalización e interconexión de los mercados financieros. Así economías del sur de América y Asia permanecieron casi ajenas a la crisis del 30 permitiendo una recuperación mundial mas sostenida.

Por el contrario la primera gran crisis del siglo XXI no tiene un perímetro local, ni siquiera un perímetro hemisférico, sino que ha golpeado con mayor o menor intensidad todos los mercados y economías mundiales. Esta circunstancia hace que sea la “peor” recuperación de la historia de una recesión económica, en términos de PIB y obliga a forzar un nuevo análisis de cómo actuar ante las crisis futuras. Si bien en las crisis del siglo XX el bajo nivel de interrelación entre economías y bancos centrales permitía delimitar con cierta exactitud el foco del incendio atajándolo de manera directa, hoy, y visto lo ocurrido en la crisis del 2007-2008 una pequeña llama producida por un banco francés, BNP, en Agosto del 2007 en el mercado de fondos americano origina un terremoto sin parangón.

Esta nueva circunstancia de globalización de la crisis es lo que ha forzado al intento de creación de un nuevo gobierno mundial denominado G20 que ya no solo actúa promoviendo grandes tendencias políticas y sociales sino determina regulaciones específicas sobre el mercado financiero y sobre los riesgos sistémicos que este puede conllevar. Es cierto que tras el impulso inicial del G20 fundamentalmente en la reunión de Londres su fuerza y su entusiasmo ha vuelto a decaer. Si en los primeros compases de las crisis la agenda estaba repleta de actuaciones sobre coordinación de políticas monetarias y fiscales, diseño de regulaciones para- mundiales y programas de cruce de información, hoy cinco años mas tarde, esta misma agenda se encuentra repleta de temas geopolíticos similares a los de la guerra fría.

Es por tanto ello que la actuación coordinada de los bancos centrales y tesoros del mundo resulta mas que necesaria. Aun resuenan las palabras de Christine Lagarde por aquel entonces Ministra de Finanzas francesa al secretario del Tesoro Paulson, respecto a la falta de comunicación en el caso de Lehman Brothers.

**Gráfico 12: PIB cumulativo desde el inicio de la recesión (EEUU)**



*Fuente: OBR*

En los casos que analizaremos posteriormente no se determinará la implicación de bancos centrales y legisladores fiscales, sino que se entregara un numero respecto a las consecuencias de las mismas.

### **3.2 Definición de crisis bancaria**

Como veremos la similitud en la salida de la crisis se manifiesta en el impacto en los indicadores económicos mas significativos. Todas ellas tienen en común una importante destrucción de valor tanto en el mercado inmobiliario como en el de valores. Aunque el rango es amplio -desde un 7% de caída hasta un 55%- la media del conjunto de las caídas es de un 35% cifra sorprendentemente similar a la crisis española del 2008.

Así mismo todas las crisis Bancarias tienen un impacto significativo tanto en los bienes y servicios de un país como en la masa laboral productiva. En este último caso se observarán grandes diferencias entre unos países y otros. Es sorprendente ver como los datos del desempleo alcanzados en España en los últimos 4 años destacan sobre cualquier otra crisis anterior con excepción de la gran depresión del 29 en Estados Unidos. Ni siquiera la grave crisis sufrida por España a finales de los 70 fue tan agresiva con la destrucción de empleo. En aquel entonces el aumento de la tasa de desempleo se incrementó en 12 puntos porcentuales, lejos de los 17 actuales. Esto hace pensar que algunas de las limitaciones respecto a política económica que España ha tenido en esta crisis han provocado que la destrucción de empleo haya sido la mayor de la historia conjuntamente con la gran Depresión del 29.

Otro elemento común en los años posteriores a las crisis bancarias es el incremento de la deuda pública frente a la reducción de la deuda privada. Existen varios factores que pueden explicar este cambio en la estructura de la deuda pero según el Profesor Rogoff el aumento de la deuda pública no es solo consecuencia de un incremento en el gasto por adoptar políticas keynesianas sino por el fuerte descenso de los ingresos públicos por la caída de la recaudación impositiva.

Prácticamente en todas las décadas del pasado siglo se han dado un conjunto de crisis. Diferenciar cuáles de ellas pueden encontrarse bajo el concepto de crisis bancaria es algo más complejo. Para esta labor este estudio sigue la selección realizada por la Profesora C.M. Reinhart de la Universidad de Maryland.

Reinhart (2011) en su libro "This time is different: eight centuries of Financial Folly"

En su análisis identifica 14 crisis en el siglo XX que claramente son fruto del colapso bancario y de las que se tienen datos analíticos sobre las variables económicas mencionadas anteriormente.

Es interesante como dentro de estas 14 crisis destaca las que denomina "big five" (las cinco grandes crisis). La primera de estas cinco es la crisis española del año 1977. Esta es considerada la mayor crisis en España hasta la reciente del 2008

que sobrepasa a la anterior en variables tan importantes como desempleo y caída del PIB. Pero por el contrario las caídas en el valor de los activos y el crecimiento de la deuda pública es claramente superior en el 77 que 37 años después.

Conjuntamente con la crisis española del 77 las otras cuatro que forman el grupo de las “Big five” son la de Noruega del 87, Finlandia del 91, Suecia 91 y Japón 92.

Acompañan a las “big five” un conjunto de países emergentes asiáticos que sufrieron la famosa crisis del 97 (Hong Kong , Indonesia , Corea ,Malasia , Filipinas y Tailandia) así como la crisis colombiana del 98 y la Argentina del 2001.

Con el objetivo de ver la magnitud de la actual crisis añadiremos a estas anteriores datos sobre la Gran Depresión del 29.

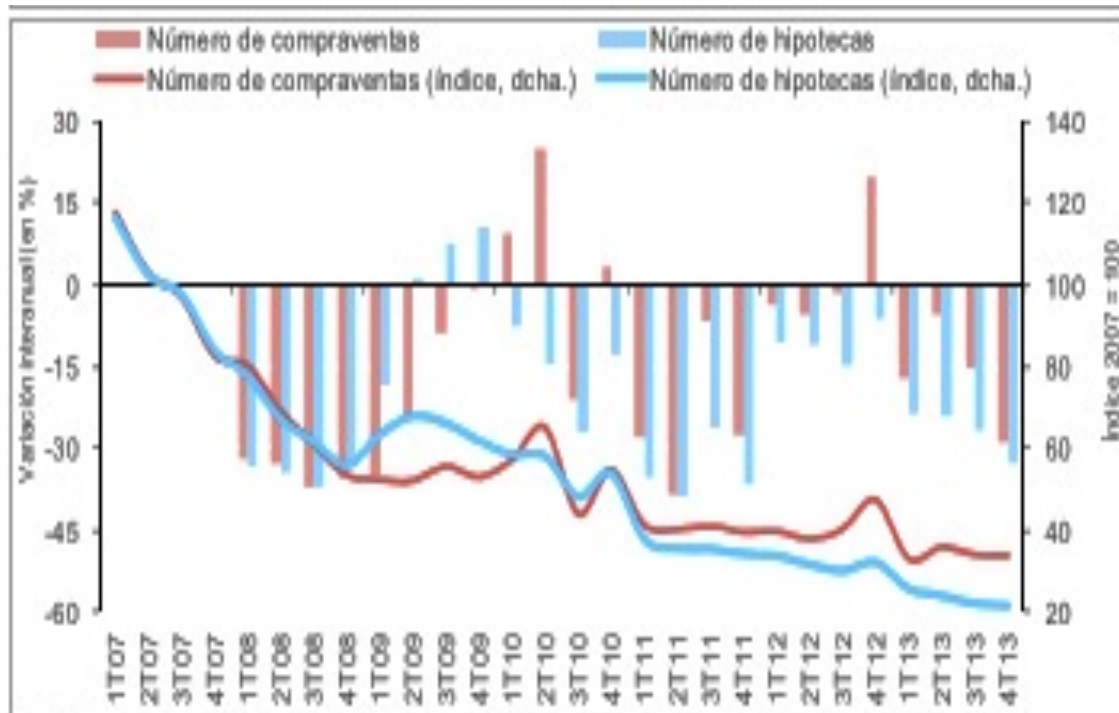
## **4. Secuelas de las crisis**

### **4.1 Indicadores del mercado Inmobiliario**

Uno de los indicadores estadísticos que refleja la severidad de una crisis bancaria es la caída del precio de la vivienda. La disminución de valor de la vivienda en el conjunto de los países tras una crisis bancaria alcanza el 35%. Esta cifra coincide con la crisis actual de España aunque los últimos datos estadísticos muestran que la recuperación no ha llegado.

Según el Centro de Información Estadística del Notariado de España este descenso del precio ha venido acompañado de una caída abrupta en el número de hipotecas. En el gráfico posterior se observa como el número de hipotecas ha descendido en casi un 90% desde el inicio de la crisis. Esta tendencia es la que hace pensar que la caída del precio aun puede ser mayor aunque probablemente lejos de alcanzar los descensos vividos en algunos países emergentes (Hong Kong y Filipinas) que se dieron a finales de los 90.

**Grafico 13: Mercado Inmobiliario Cantidades**



*Fuente: Solchaga Consulting*

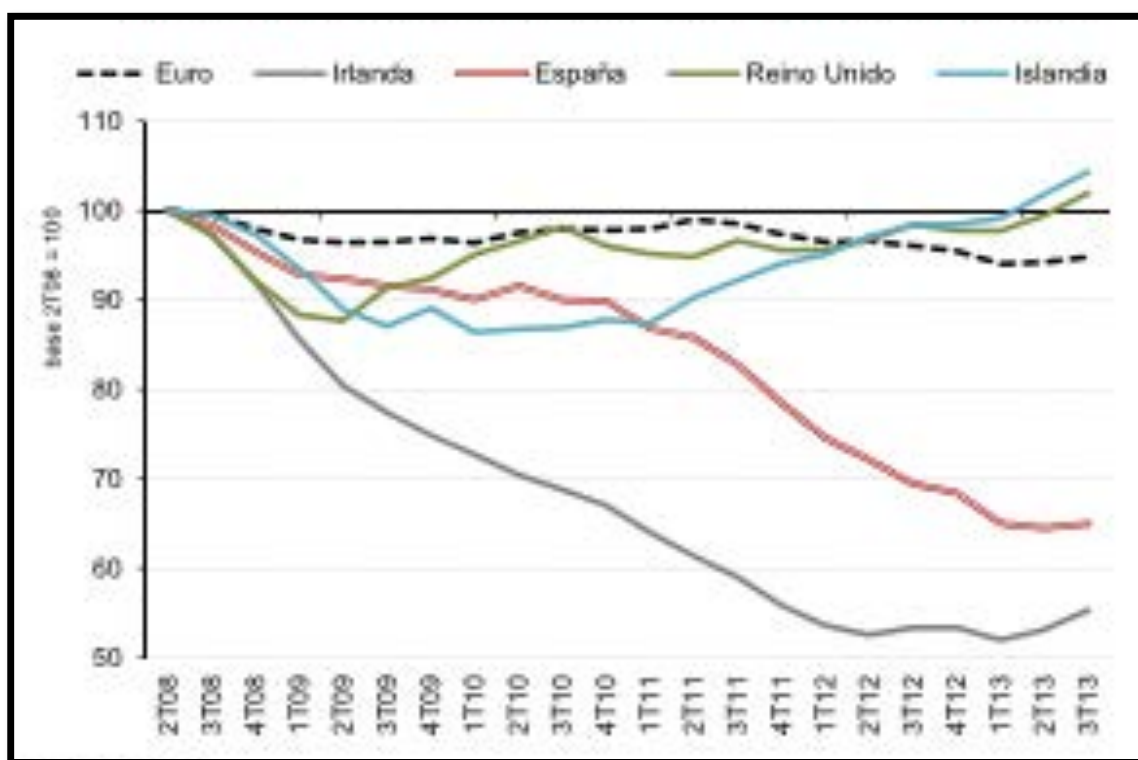
Aunque la crisis bancaria ha afectado al conjunto de los países europeos en alguna medida el impacto sobre el mercado inmobiliario ha sido distinto. Mientras países como España, Reino Unido, Islandia e Irlanda han sufrido correcciones muy severas como se ve en el gráfico siguiente, otros países centro europeos como Alemania han sido capaces de mantener estable incluso a la alza los precios de su mercado inmobiliario. Es por ello por lo que cuando se mira Europa como un conjunto se descarta el concepto de crisis inmobiliaria dado que desde el inicio de la crisis en el segundo trimestre de 2008 la caída de los precios de las residencias europeas es tan solo de un 8%. Contrasta esta cifra con los descensos tan significativos que ha tenido el mercado español y sobretodo el mercado Irlandés. Aunque no es despreciable el fuerte descenso que tuvo el Reino Unido durante finales del 2009 y principios del 2010 la fuerte recuperación como consecuencia de las medidas de política monetaria y fiscal de los legisladores británicos que ha provocado una gran corrección del mercado británico superando incluso los precios del inicio de la crisis.

En el caso de España e Irlanda gran parte del endeudamiento fue destinado a la adquisición de vivienda dándose la sorprendente paradoja de que cuanto mas



aumentaba la oferta de vivienda mas aumentaba su precio. La crisis bancaria cortó el crédito de forma muy espectacular a finales del año 2010 lo que no solo provocó un desplome en el precio de dichos activos sino que también deja una inmensa cantidad de producto inmobiliario sin poder salir al mercado. Este exceso de producto dificulta la recuperación del mercado y retrasa consecuentemente el incremento de los precios. Vale decir que el pico de licencias para nueva construcción alcanzado en España superó el millón de viviendas a mitad de la última década (2000-2010) frente a las menos de 50,000 que se están dando en estos momentos.

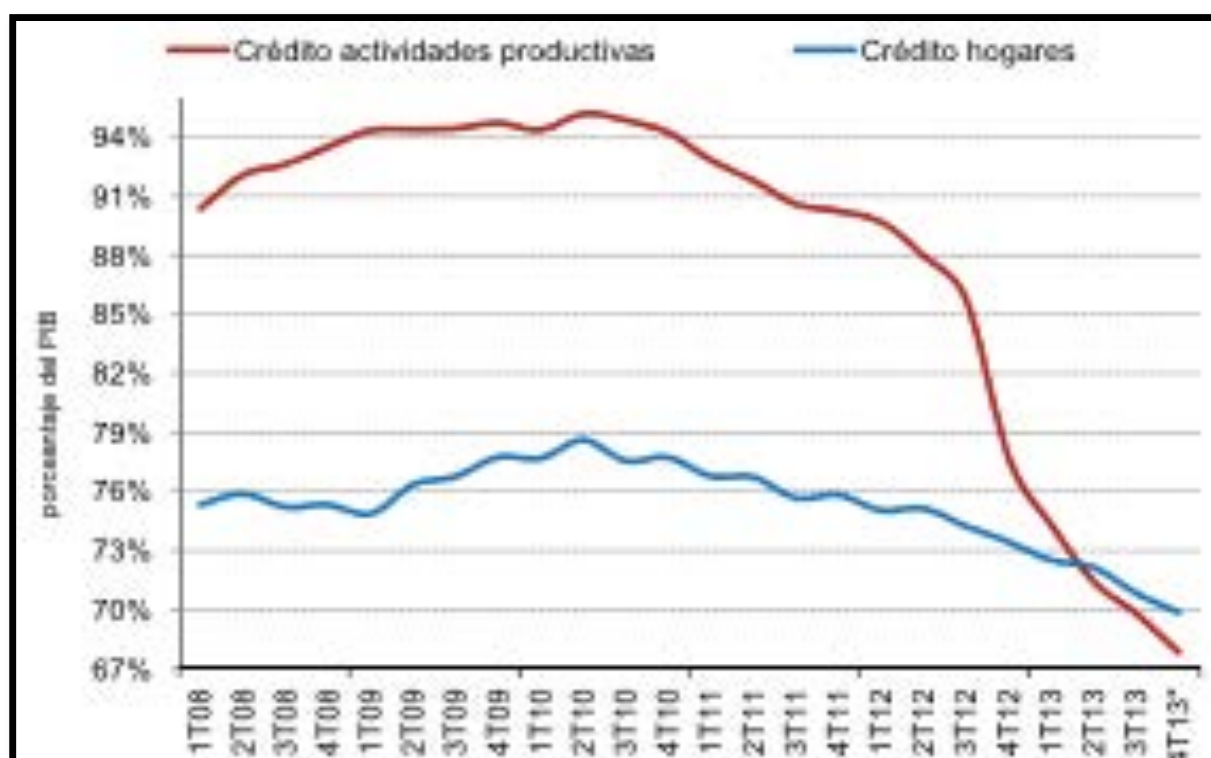
**Grafico 14: Mercado residencial Europeo: Precios**



Fuente: Eurostat

El descenso en el numero de hipotecas esta absolutamente relacionado con la caída del crédito al sector privado. El grafico “del crédito al sector privado no financiero” muestra un descenso sin precedentes en el crédito al sector privado. Gran parte de este descenso se debe al crédito hipotecario y crédito promotor.

**Gráfico 15: Crédito al sector privado no financiero**



*Fuente: Solchaga Consulting*

Esta circunstancia se agrava con la peculiaridad del sistema financiero español que no solo se encontraba con la deuda de las promotoras sino también en el mismo accionariado de muchas de ellas. La mezcla de deuda y “equity” fuerza a que la limpieza de los balances sea lenta y por ende la caída de precio en el caso de España se ha ido dando a lo largo de cuatro años, frente ajustes mas rápidos como el de Estados Unidos.

Respecto a la caída en el precio de la vivienda observamos que la media de las crisis bancarias esta en el entorno del 35%. La dispersión es significativa con una caída de mas del 55% en el caso de Hong Kong en la crisis del 97 frente a caídas por debajo del 15% como fueron la gran crisis del 29 en Estados Unidos y la crisis de Malasia en el 97.

Sorprende que la media de las caídas sea prácticamente igual que la que ha sufrido el mercado español en el 2008 pero aun es mas significativo el parecido entre las dos grande crisis españolas, la del 77 y la del 2008. En ambos casos con descensos superiores al 30%. Es cierto que esta coincidencia no debe ser extrapolada para analizar los perfiles de ambas crisis. Como dato hay que

recordar que los tipos de interés de España en los años 70 superaban el 20% con niveles de inflación cercanos a ese 20% frente a un ciclo previo al 2008, en el que la economía española ha estado disfrutando tanto de tipos nominales como reales históricamente bajos. Pero la conclusión es que con estructuras económicas distintas, con entidades financieras de distinto perfil e incluso con una moneda con distinto respaldo internacional la consecuencia de la crisis para el mercado inmobiliario es idéntica.

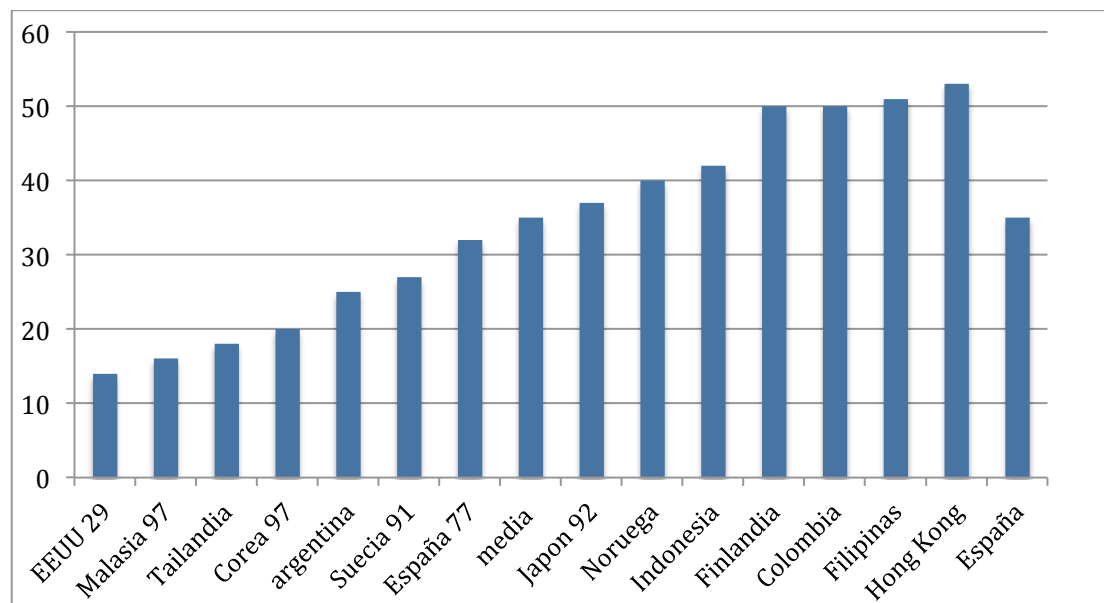
Por tanto una primera conclusión de este análisis es que la caída sufrida en estos últimos años por parte del sector inmobiliario no es una situación nueva de la economía española, al menos en su intensidad. Lo que si difiere de ambos ciclos es el número de individuos “atrapados”. En la crisis del 77 la demanda del producto inmobiliario se veía reducido a un número relativamente pequeño de especuladores mientras que gran parte de dicha demanda se centraba en vivienda de primera residencia como consecuencia del proceso migratorio del campo a la ciudad. Por el contrario en el 2008 gran parte de la demanda que generó la burbuja inmobiliaria se centro en productos de segunda residencia, mar y montaña, con un nivel de habitabilidad extremadamente bajo. Es decir, frente al 77 donde la caída del valor del activo aun siendo importante no influía en el efecto riqueza de las familias dado que en mayor número no consideraban la vivienda como parte del “equity”.

En el 2008 esta circunstancia cambia radicalmente. A lo largo de la primera mitad de la década, el ahorrador – inversor español entiende que los activos inmobiliarios pueden dar una rentabilidad extra a sus carteras con cierta seguridad frente a unos productos bancarios cuyos tipos estaban en mínimos históricos. Esto supone un desplazamiento de ahorro de productos líquidos tradicionales hacia inmuebles. Con un factor añadido que es el alto grado de apalancamiento que tanto las familias como las empresas alcanzan.

De los casos internacionales merece la pena destacar las crisis del año 91 de los países nórdicos (Suecia, Noruega y Finlandia) que les afectaron de manera similar con caídas medias entre el 35% y 50%. Es de remarcar esta circunstancia porque la crisis vivida en aquellos años les obligo, tanto a supervisores como

reguladores, a tomar una serie de medidas que en gran parte han sido las causantes de que en esta última gran recesión hayan sido los países ganadores.

**Gráfico 16: Caída del Precio de la vivienda (%)**

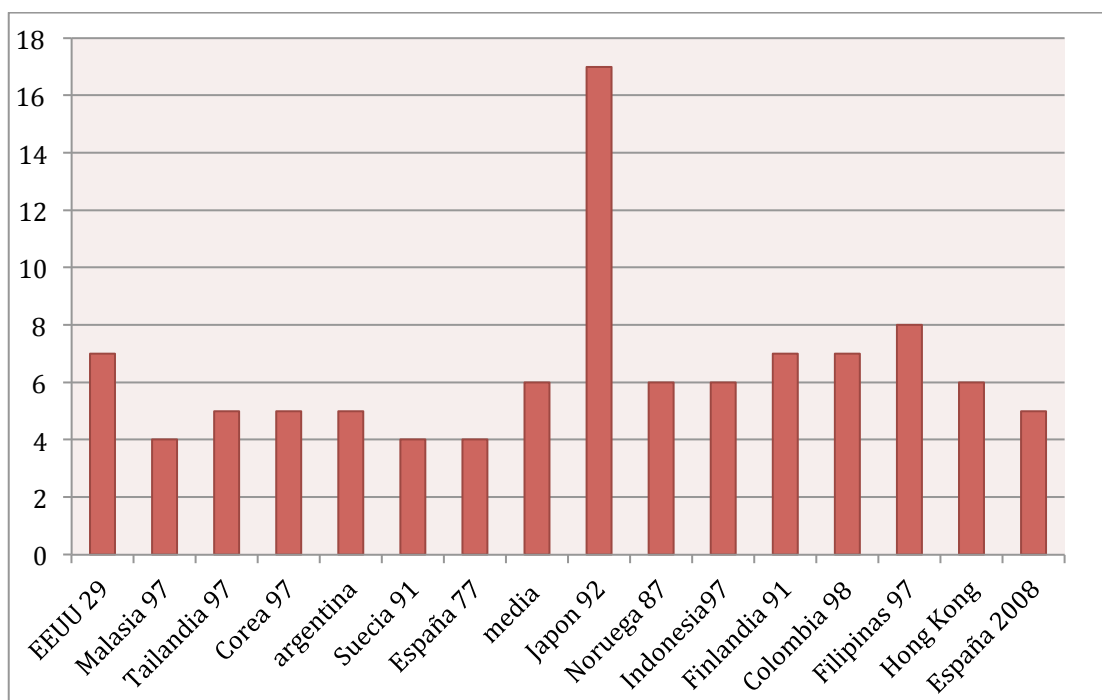


Fuente: Rogoff

Finalmente destacar el efecto que sobre el mercado inmobiliario Japonés tuvo crisis nipona. Aunque su caída es ligeramente superior a la media y claramente por debajo de las caídas de otros países, la circunstancia que hace de Japón un referente en el análisis de las crisis bancarias respecto al mercado inmobiliario, es el largo periodo de ajuste que está sufriendo. Como vemos en el gráfico “duración del ajuste” frente a seis años de media de los demás mercados para recuperar los niveles de precios anteriores a las crisis, Japón tardó casi 18 años en alcanzar los ratios del “boom” inmobiliario. Esta lenta recuperación puede ser el camino que la economía española siga tras las crisis del 2008. Dos factores la hacen muy similar a Japón: El alto nivel de apalancamiento de las familias antes de la crisis y la amenaza de una deflación que en el caso de Japón fue mas que una amenaza y en el caso de España comienza a ser el punto de discusión y análisis de los expertos en economía.

España a diferencia de Japón puede contar no solo con la demanda interna sino también con una fuerte demanda externa, procedente fundamentalmente de Reino Unido y Francia que permitan en algunas zonas ya no solo el detener la caída sino también empujar los precios de lugares inmuebles significativos.

**Grafico 17: Duración del Ajuste (en años)**



Fuente: Rogoff

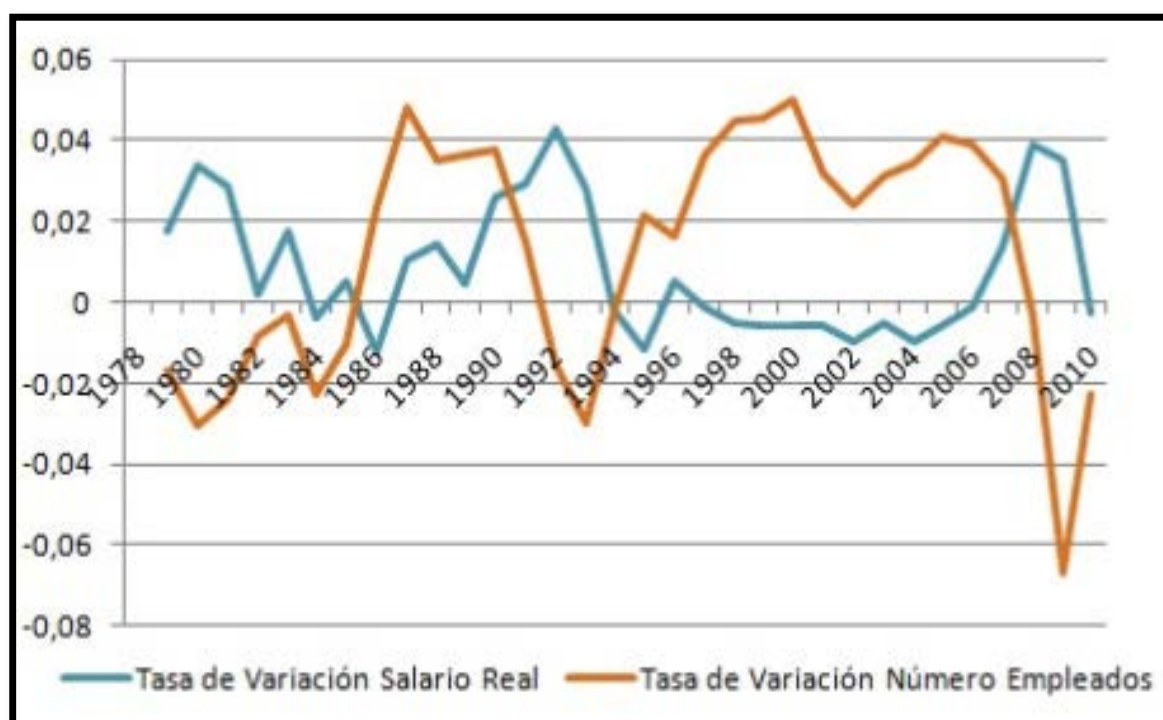
Pero volvamos a Japón. Si bien la duración de su ajuste no es “standard” cuando lo comparamos con las demás crisis si que puede ser considerado la de perfil mas similar a la crisis española de 2008, porque no estamos hablando del periodo que toma en parar el descenso de los precios sino el tiempo que necesita el mercado inmobiliario para recuperar los niveles de precios anteriores al estallido de la crisis. Por eso en economías altamente inflacionarias como era la Argentina del 2001 o la España del 77 el tiempo de recuperación se acorta hasta estar muy por debajo de la media porque es en sí el menor valor de la moneda el que impulsa a una recuperación de precios que, de alguna manera, se puede denominar artificial.

Como conclusión hay que destacar que la crisis inmobiliaria que estamos viviendo en estos momentos ya se ha visto en otras economías en otros momentos históricos. Pero es importante intuir qué escenario de los vistos en las crisis anteriores se asemeja mas al de los próximos años de la economía española. Aunque en los últimos los meses las noticias de una recuperación del valor de los activos reales han aparecido casi a diario en los medios de comunicación con noticias tan positivas como la mejora del índice de confianza de la sociedad de tasación hasta alcanzar el nivel del 38,1 sobre 100 con una

mejora de casi un 20% respecto al último año no es menos cierto que todavía se encuentra lejos de alcanzar el nivel de 50 que es lo que marca la barrera entre recesión y recuperación (Serna, 2013).

En base a esto y sin querer ser pesimista el perfil de recuperación del mercado inmobiliario español se asemeja más al nipón del 92 que al de cualquier otra crisis analizada. Es cierto que en España aun no hemos entrado en un proceso deflacionario de precios pero sí respecto a los salarios. Esto implica que el alto nivel de desempleo, como analizaremos posteriormente, y el descenso de los salarios reales, como se ve en la ilustración anexa, unido a una sequía de crédito por parte de las entidades financieras como consecuencia de los mayores requerimientos de capital mantendrán la demanda interna del mercado inmobiliario prácticamente congelada durante los próximos semestres.

**Gráfico 18: Tasas de variación Salario y Empleo. España (1978-2010)**



*Fuente: Annual – Macro – Economic Database of the European Commission (2011)*

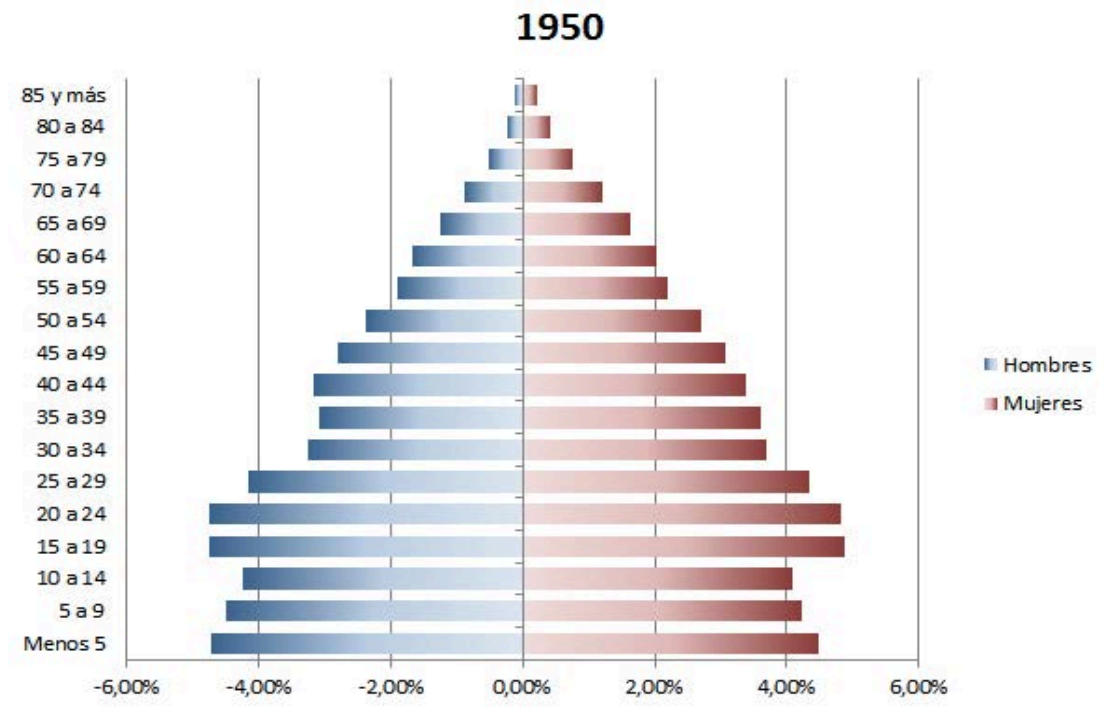
No ha sido hasta el año 2013 en el que el mercado japonés ha empezado a dar señales de un crecimiento sostenido. Así en el año 2013 el número de viviendas iniciadas creció un 12% y el precio de la vivienda subía un 8,4%. Pero lo más importante es que según los datos el inventario de viviendas se está reduciendo a ritmos del 15% (Land Institute of Japan, 2013). El lado preocupante de estos

datos es que se han dado cuando Japón ha iniciado un conjunto de políticas para intentar dinamizar la economía Japonesa. Así el Banco Central Japonés de la mano de su gobernador Harujiko Kuroda ha anunciado políticas expansivas similares a las adoptadas por la Reserva Federal en el año 2010, 2011 y 2012. En otras palabras y como señalábamos al principio del documento es la política monetaria la que da aliento a la economía productiva y de manera mas concreta al mercado inmobiliario. Hace pensar por tanto que hasta que el Banco Central Europeo no adopte políticas expansivas similares al “QE” americano el mercado inmobiliario español seguirá sufriendo o en el mejor de los casos solo podrá tener una leve recuperación.

#### **4.2 Dificultad estructural del mercado inmobiliario español**

Hay un elemento que asimila el perfil del mercado inmobiliario japonés y el español. Este es el envejecimiento generacional que ambos países lideran. Según estimaciones del INE la próxima década España va a perder casi un 30% de ciudadanos entre 25 y 29 años , casi un 40% entre 30 y 34, un 37% entre 35 y 39 y un 16% entre 40 y 44 (Instituto Nacional de Estadística, 2013). Estas franjas de edades son los núcleos de la demanda estructural de la vivienda. Los mas jóvenes como primera vivienda y los de mas de 40 por ser demandantes de vivienda vacacional. La reducción tan explosiva en el número de habitantes de esas edades implica un envejecimiento de la población. Como podemos observar en los gráficos posteriores la deformación de la pirámide en 100 años desde 1950 es absoluta. En 1950 el peso porcentual se encontraba en los menores de 30 años y prácticamente no existían población de mas de 80 años. Esto obligaba a ser un país con fuerte inversión inmobiliaria dado que la capa joven de la sociedad estaba en proceso de emancipación y por tanto de fuerte demanda de primera residencia. Esta circunstancia es la que lleva al “boom” inmobiliario de los finales de los 60 y principios de los 70 y cuya burbuja estalla en la crisis del 77.

**Gráfico 19: Pirámide demográfica de 1950**

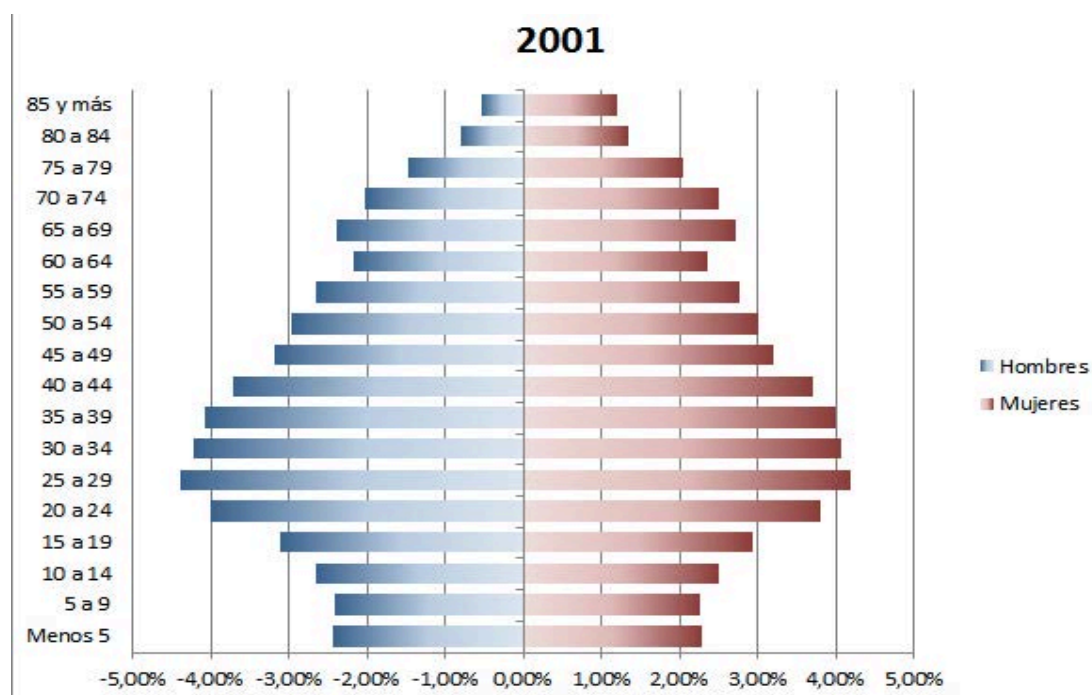


*Fuente: aprende a invertir*

Cincuenta años más tarde la pirámide sufre una alteración con una fuerte disminución en la natalidad que lleva a crear la figura de “pera” del año 2001. Pero si bien esta nueva estructura podía parecer negativa para el mercado inmobiliario no lo era así para la segunda residencia. Gran parte de los “baby boomers” se encontraban en el proceso de adquisición de la vivienda vacacional o segunda residencia que es donde realmente se dio un crecimiento desmedido tanto de la oferta como de los precios. Las costas y montañas españolas se llenaron de inmuebles destinados a satisfacer la sed de inversión y de ostentación de ese segmento poblacional.



**Gráfico 20: Pirámide demográfica de 2001**

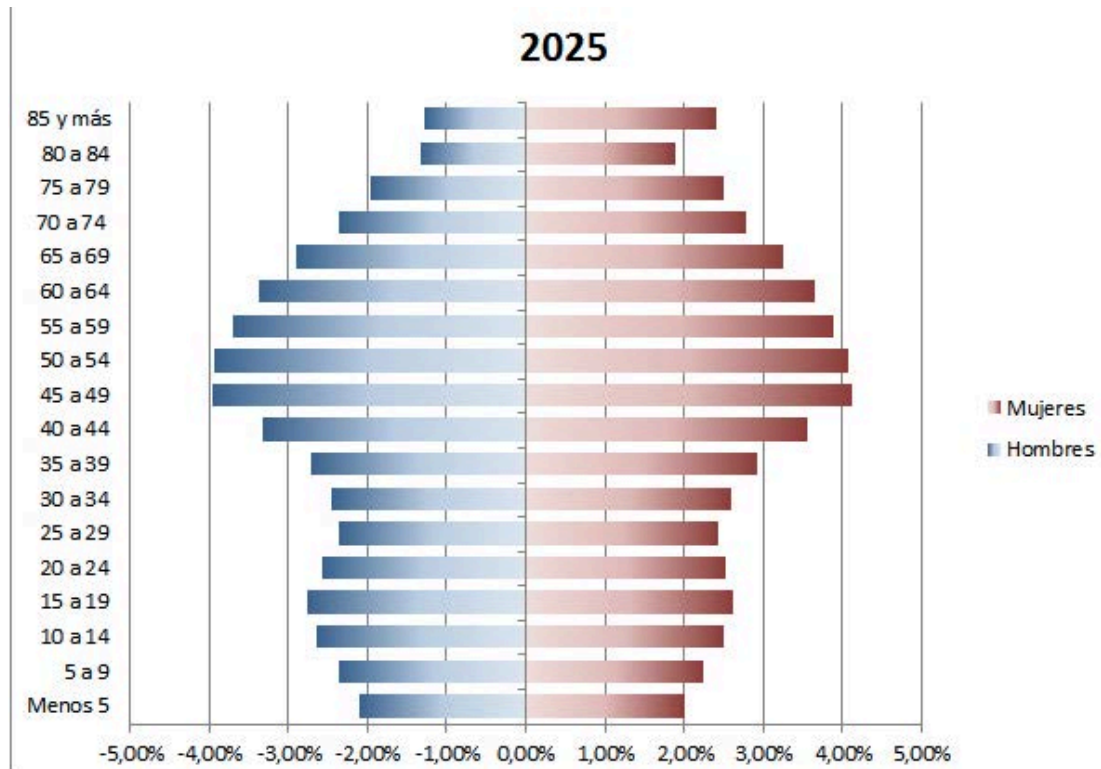


*Fuente: aprende a invertir*

Pero cuando observamos la pirámide prevista para la próxima década observamos como su figura se deteriora con un peso en aquellos de mas de 50 años que superan de manera importante tanto las poblaciones infantiles como aquellas franjas que hemos denominado demanda estructural de vivienda. La simple visión de esta ilustración, nos hace pensar que la recuperación del mercado inmobiliario en el corto plazo es prácticamente imposible a tenor de una mayor oferta frente a una demanda menguante.

Es cierto, que un posible flujo migratorio podría alterar esta circunstancia pero los últimos datos reflejan que el flujo migratorio desde países en desarrollo hacia España se frenó en el año 2009 y, lo que está ocurriendo y puede seguir ocurriendo en los años venideros, es una emigración sistemática ya no solo de aquellos que vinieron en los 90 y 2000 sino también de la población autóctona. Es por tanto, poco previsible que exista demanda importada para el conjunto de los activos inmobiliarios del país.

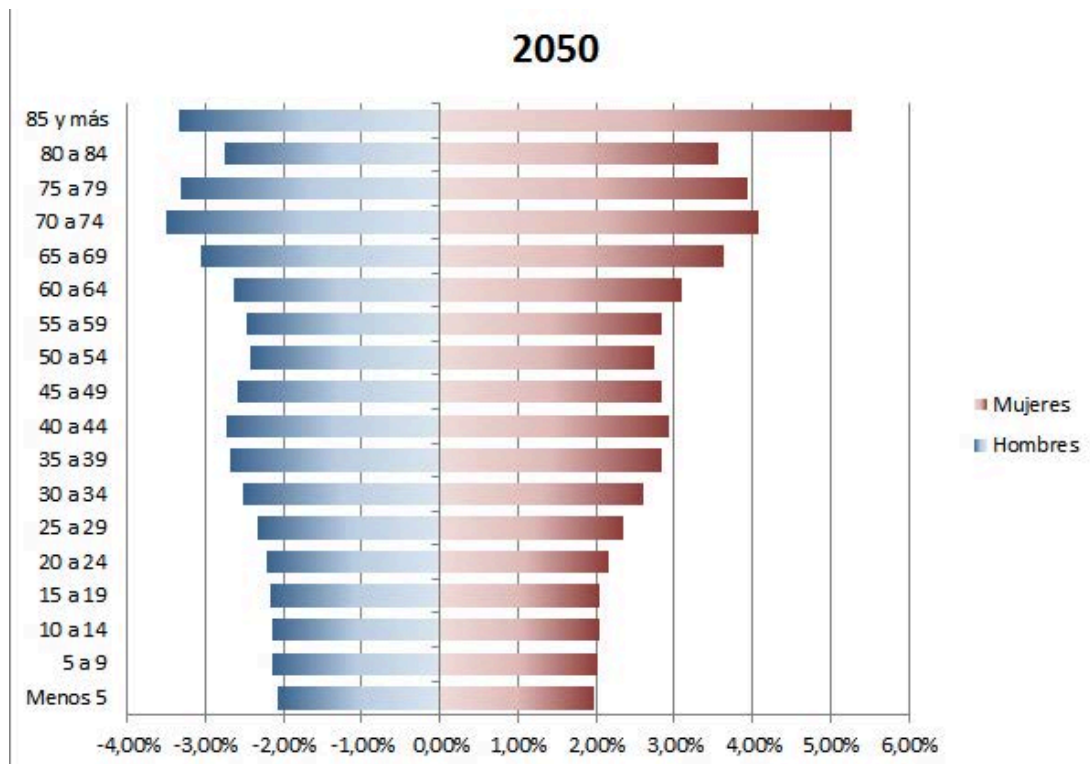
**Gráfico 21: Pirámide demográfica de 2025**



*Fuente: aprende a invertir*

El proceso de concentración urbano, que se dará a lo largo de los próximos 30 años como consecuencia del envejecimiento radical de la población española y que obliga a los segmentos de mayores a buscar centro urbanos con servicios adecuados a sus necesidades, implicará un incremento de la oferta de vivienda en aquellas áreas más alejadas de las grandes capitales. Así nos podemos encontrar en 30 años con un mercado inmobiliario que en términos medios se mantenga lánguido pero dividido entre aquellas zonas con falta de producto (Madrid, Barcelona y otras grandes capitales) donde los precios se pueden recuperar fuertemente y otras zonas (otras capitales de provincia y grandes pueblos) donde la oferta siga creciendo y por tanto los precios se sigan hundiendo.

**Gráfico 22: Pirámide demográfica de 2050**



*Fuente: aprende a invertir*

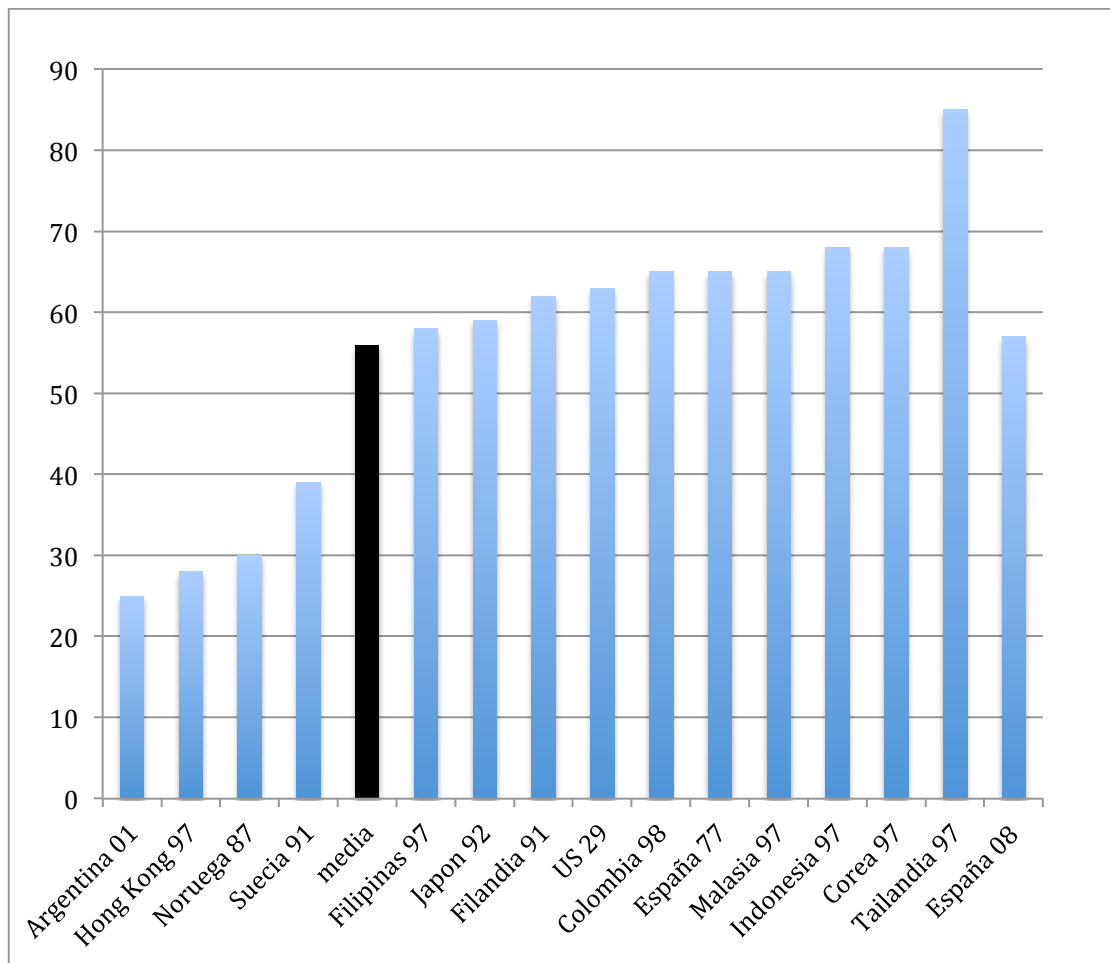
Las previsiones demográficas para el año 2050 ofrecen un escenario “imposible” para el mercado inmobiliario. Ni la demanda de primera residencia, es decir aquellos entre los de 25 y 40 años, ni el segmento potencialmente demandante de vivienda vacacional (entre 40 y 50 años) aumenta. Por el contrario disminuye haciendo insostenible el desarrollo de nuevas viviendas. La gravedad que esta estructura tiene para el crecimiento económico de España y la sostenibilidad de su modelo de bienestar es absoluta. Más aun en un modelo económico que, históricamente se ha basado en el inmueble y en el turismo. Por todo esto parece una quimera la recuperación del mercado inmobiliario. No es solo la falta de demanda para absorber el “stock” de viviendas actual sino que este seguirá creciendo si bien de manera desigual. Por tanto las noticias y artículos aparecidos recientemente sobre una incipiente e inmediata recuperación del mercado inmobiliario español pueden ser solo fruto de un espejismo consecuencia del primer aligeramiento de las carteras inmensas que tanto los bancos como la SAREB mantienen.

### 4.3 Indicadores del mercado de valores

Si el mercado inmobiliario, sus caídas y el tiempo de recuperación nos ha permitido identificar similitudes respecto algunas crisis, otro indicador que nos puede ayudar a identificar como será la salida de la crisis española del 2008 es la evolución del mercado de valores. A diferencia de lo que ocurría con el mercado inmobiliario, este tiene una oferta de producto limitada. Esto hace que la entrada o salida de un porcentaje pequeño de inversores pueda modificar la evolución de la misma.

Como vemos en el gráfico respecto a la caída del valor de los mercados de valores, en aquellas economías que sufrieron una crisis bancaria esta fue considerablemente mayor que la del mercado inmobiliario. Si en el primero la caída media fue de un 35% en los mercados de valores esta fue de mas de un 55%.

**Gráfico 23: Caída del valor de los mercados de valores (%)**



Fuente: Datosmacro

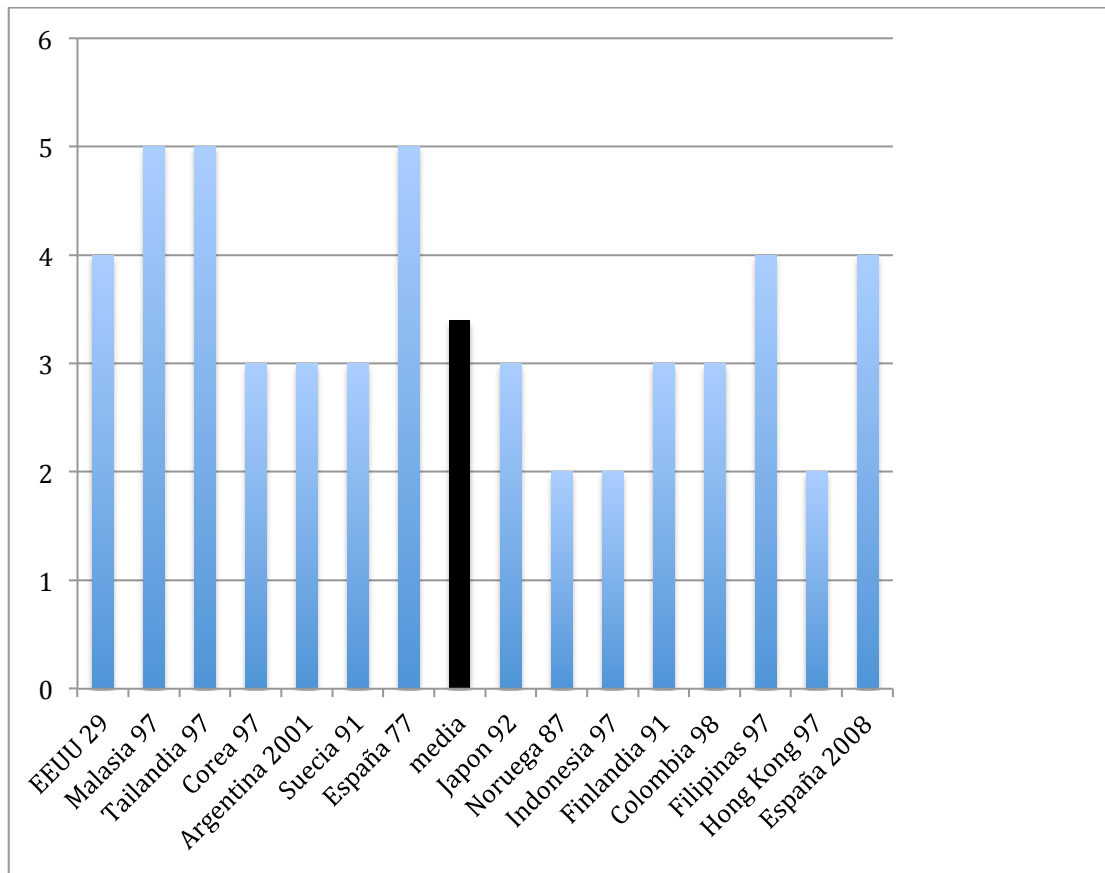
El rango va entre la caída de menos de un 30% en la crisis Argentina de 2001 o la de Hong Kong en el 97 frente a la caída de casi un 90% del mercado Tailandés. Pero si quitamos los extremos y analizamos el conjunto de aquellos mercados que podemos considerar más maduros nos encontramos con que todos están por encima del 60%. No se ha incorporado en este gráfico lo ocurrido en el mercado de valores norteamericano que sufrió un descenso de pico a valle del entorno del 50%. Es verdad que en este caso como ya hemos visto en el apartado sobre las diferencias entre las dos grandes crisis la recuperación ha sido extraordinariamente rápida gracias nuevamente a los estímulos ingentes llevados a cabo por la Reserva Federal.

Podemos decir, por tanto, que ante las grandes crisis bancarias los mercados de valores han reaccionado siempre de una manera muy similar. Respecto a la crisis del 2008 española su comportamiento con una caída de más del 50%, se encuentra dentro de lo esperado. Como señalábamos anteriormente el bajo volumen de cotización así como el pequeño número de empresas que cotizan en el mercado español hace que los movimientos sean similares a los de otros mercados internacionales.

Hay un factor que hace de la bolsa española una prolongación de otros mercados internacionales y es que el volumen de inversores foráneos supera a los ahorradores domésticos. Esta circunstancia hace que avatares ajenos a la crisis española influyan en nuestro mercado de valores.

Así la recuperación de los precios a diferencia de lo que ocurre en el mercado inmobiliario es más rápida y similar entre mercados. En el caso español la recuperación ha tardado cuatro años siguiendo la pauta del mercado norteamericano. Es sorprendente ver como fue la crisis del 77 en España que tardó un mayor tiempo en recuperarse, superando los cinco años. Esto fue consecuencia de que en aquel momento el mercado era aun mucho más estrecho y con prácticamente una nula inversión extranjera.

**Gráfico 24: Recuperación precios mercado de valores (años)**



*Fuente: Rogoff*

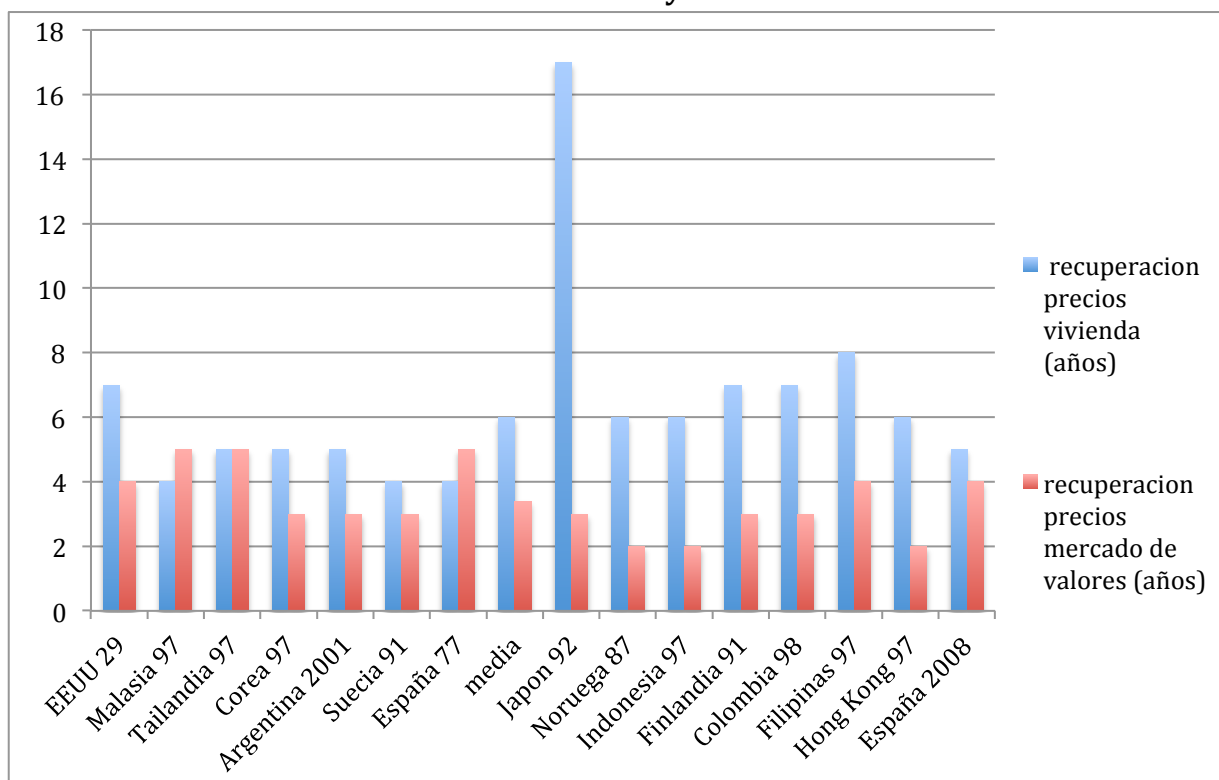
Nuevamente los datos constatan que la crisis que estamos viviendo en estos momentos y, que tan alarmantes titulares ha producido, tiene referentes en el pasado reciente. Con la excepción de la crisis del 97 en Malasia y Tailandia y la española del 77 siempre los mercados de valores se han recuperado en un plazo menor a cuatro años.

Cuando comparamos estos datos de recuperación con el mercado inmobiliario observamos diferencias significativas, no tanto en lo que la caída de los mismos sino sobre todo en el tiempo necesario para volver a las sendas previas al estallido de las burbujas. Esto claramente expone como el mercado inmobiliario con sus características de iliquidez y de falta de movilidad es mas complejo a la hora de recuperarse. En todo caso, ningún mercado de valores ha tardado casi los 20 años que le va a tomar al mercado inmobiliario japonés, y como hemos visto anteriormente con alta probabilidad al mercado inmobiliario español, en recuperarse. En otras palabras los flujos de entrada y salida de los mercados de valores son mas rápidos pero también más agudos.

*¿Significa para la economía española una recuperación en el valor de sus cotizadas un reflejo de la salida de la crisis?*

Tras analizar lo ocurrido en otros países como Argentina o incluso el mismo Japón la conclusión es no. La subida reciente en casi todos los mercados de valores desarrollados (Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia y España) no es mas que un reflejo de lo que al principio de este trabajo denominábamos la teoría de la “adicción” por el profesor Campa. Nuevamente, y como vemos a lo largo de todo racional son las políticas expansivas de los bancos centrales las que están favoreciendo este flujo de entrada en los mercados de valores.

**Gráfico 25: Comparación del tiempo de recuperación entre el mercado inmobiliario y el mercado de valor**



**Fuente: Datosmacro**

Analizando el comportamiento de los flujos de entrada recientes observamos que son los inversores provenientes fundamentalmente de mercados donde se han llevado acciones “QE” o similares, los que están dando vigor al mercado de valores español. Es cierto que algunos de los principales valores que cotizan en la bolsa española están teniendo una fuerte recuperación en su línea final de negocio. En concreto las entidades financieras fuertemente penalizadas durante

el año 2011 y 2012 por las provisiones y dotaciones específicas que tenían que hacer para el saneamiento de su cartera, están ayudando a que el conjunto de las empresas cotizadas tengan mayores beneficios. Pero un análisis algo más pormenorizado nos sigue demostrando que esta recuperación es solo fruto de un proceso fuerte de limpieza de balance y que todavía quedan retos muy importantes para poder decir que la consolidación y recuperación del mercado de valores es un hecho. El volumen de ingresos está estancado y su deterioro no es mayor, nuevamente gracias a la posibilidad de invertir en deuda pública a tipos más altos que el coste del dinero obtenido a través de las facilidades de los bancos centrales. Es por ello nuevamente por lo que no nos vale como un indicador “limpio” sobre la recuperación de la crisis española. La amenaza de la deflación señalada en este trabajo repetidas veces ofrece un escenario lúgubre para muchas de nuestras empresas cotizadas que, por fundamentales, se comparan peor que las de otros países.

Un tercer factor hace que la recuperación de nuestro mercado esté ligeramente distorsionada: la situación de mercados emergentes y de las denominadas “nuevas zonas de conflicto”. Los últimos dos años los dominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China) han sufrido el desapego de un conjunto importante de inversores. Las dudas sobre la calidad de sus crecimientos económicos, así como también de sus estructuras sociales y legales, ha provocado la retirada de inversiones en sus mercados. Muchos de estos inversores “conservadores” han estimado que los “Price earning ratios”<sup>5</sup> (PER) de alguno de los valores que en ellos cotizan habían tenido un recorrido excesivo y consecuentemente generando la necesidad de inversión en mercados alternativos cuyos activos estuviesen infravalorados.

Así España ha recibido ya más inversión extranjera que Francia y Alemania en el 2013 siendo el abaratamiento de activos y la caída de los costes laborales la principal razón de atracción de dicha inversión. (Molina, 2013)

En resumen una vez analizado lo ocurrido en nuestra crisis con lo ocurrido en las otras catorce crisis analizadas al igual que nos pasaba con la recuperación del mercado inmobiliario no se puede tomar este indicador como definitivo. Las

---

<sup>5</sup> PER: Relación precio ganancia

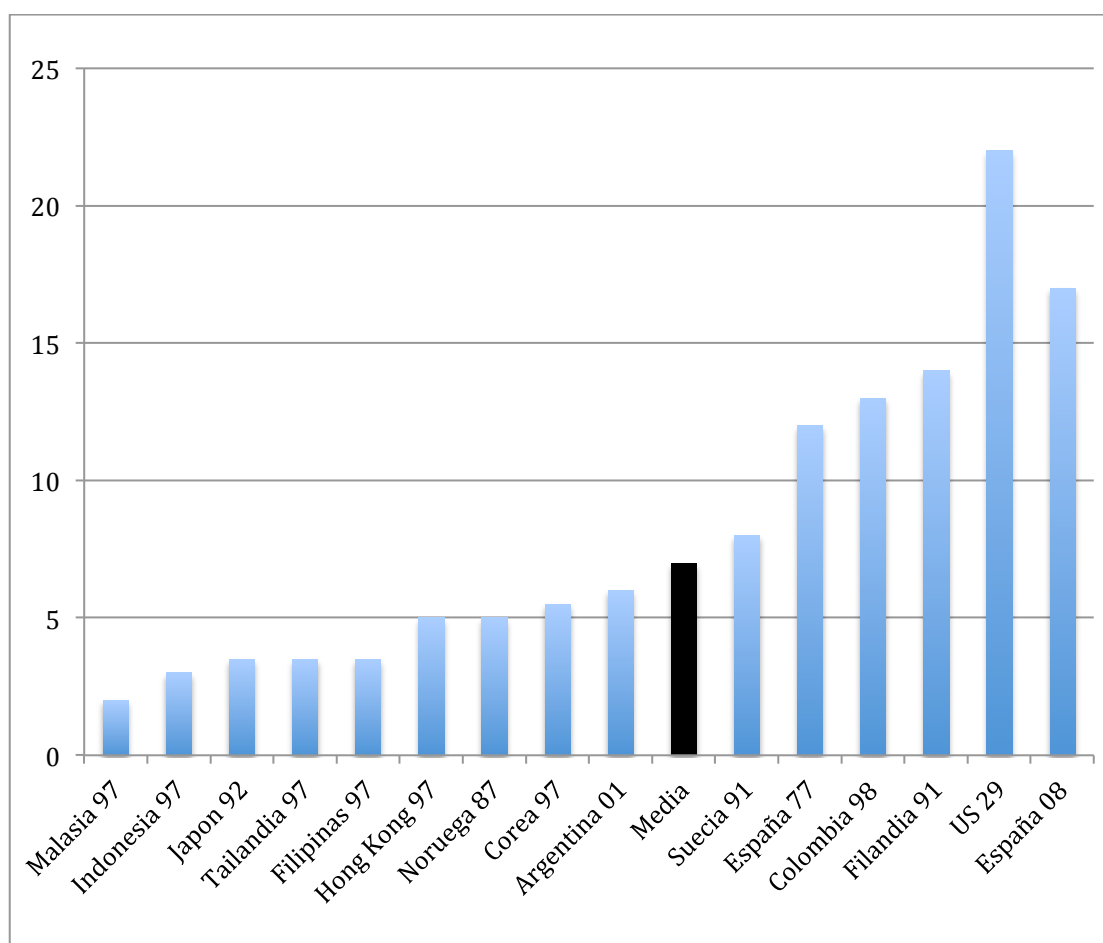


interferencias provocadas por los flujos internacionales así como las incertidumbres creadas en algunos países vecinos hacen que esta recuperación pueda ser también un espejismo. De hecho la mejora obtenida en la balanza comercial por incremento de las exportaciones y la disminución de la importaciones a lo largo del año 2012 y 2013 se está viendo rápidamente deteriorado ante la caída fuerte de las exportaciones. Lo que parecía ser un nuevo modelo de crecimiento sostenible de la economía española se está difuminando rápidamente. Generando nuevamente dudas sobre la recuperación definitiva de la crisis.

#### **4.4 Indicadores del mercado laboral**

Dentro de los indicadores que reflejan el ser o no ser de la recuperación de cualquier economía está la tasa de desempleo. Como el Presidente Barack Obama decía en una reciente intervención “el problema de desempleo es el punto negro de la recuperación española” (Campos, 2014). El Presidente de Estados Unidos sentenciaba de esta manera el principal problema de la economía y de la sociedad española y lo hacía desde el conocimiento histórico de lo que supuso alcanzar cifras del 25% de desempleo en la crisis de los 30 en Estados Unidos. Como señalábamos al inicio de este trabajo (similitudes entre la crisis de 1930 y 2008) la gran recesión norteamericana se caracterizó no tanto por la abrupta caída de su mercado de valores sino fundamentalmente por las tasas record en el desempleo. Este estigma es lo que ha hecho a la sociedad americana en general y en concreto cómo también hemos analizado a la Reserva Federal a determinar que el desempleo se encuentra entre sus objetivos aunque no sea de forma explícita. Si observamos el gráfico adjunto nos damos cuenta que tras la gran destrucción de empleo de Estados Unidos en el 29 es la gran crisis del 2008 en España la que ostenta el record en crecimiento de dicha tasa.

**Gráfico 26: Incremento en el desempleo (%)**



*Fuente: Rogoff*

Es por ello este indicador el que con probabilidad necesita un menor análisis. Los números y la comparativa es explícita. Prácticamente en ninguna otra crisis bancaria de las analizadas se produce una destrucción de empleo tan masiva. Así la media de incremento de desempleo como consecuencia de las catorce crisis bancarias supera ligeramente el 7%, es decir algo menos de la mitad de lo ocurrido en la economía española.

*¿Quiere decir esto que la crisis española de 2008 es un reflejo de lo ocurrido en Estados Unidos en los años 30?*

Claramente no, aunque los datos pueden ser similares respecto al incremento de la tasa las razones son claramente distintas. En el caso español con una destrucción del PIB a lo largo de los últimos años de la crisis muy inferior al 36% de caída que tuvo Estados Unidos ha eliminado casi cuatro millones de puestos de trabajo en ese periodo. Es decir, con una economía mas resistente el mercado

laboral ha evolucionado igual o incluso peor que en los años 30 en Estados Unidos. No es por tanto aventurado decir que existen un conjunto de factores particulares del mercado español que predeterminan un comportamiento estructuralmente negativo en la evolución del desempleo.

De entre ellos hay que destacar los cuatro siguientes:

*1. Factores demográficos.* España tiene una mayor proporción de población no solo en edad de trabajar sino con una tasa de actividad mas alta (Un 74,6% frente a un 63,2% de la Unión Europea). En este caso a diferencia de lo que ocurría con la futura evolución del mercado inmobiliario, el futuro demográfico previsto analizado en el apartado “Dificultad estructural del mercado inmobiliario español” ayudará a la reducción de la tasa de desempleo pero paradójicamente no a la creación de mas empleo. Es decir nos encontraremos con un porcentaje de población en edad de trabajar muy inferior a la actual por el crecimiento de las franjas de edades superiores a los 67 años. Esto unido a los flujos migratorios hacia el exterior señalados también en dicho apartado provocará que España deje de ostentar el deshonroso honor de ser uno de los lideres de desempleo mundial. Pero por sí solo no es una noticia positiva, dado que ello creará fuertes desajustes en el sistema de bienestar donde unos pocos tendrán que soportar la carga social de una gran mayoría.

*2. Contratación temporal.* La tasa de temporalidad en España duplica la de la Unión Europea. En sí este indicador refleja la calidad media de los empleos en España. Cuando estalló la crisis existía algo mas de 2.800.000 empleos ligados al sector de la construcción. Prácticamente un 60% de ellos han desaparecido y lo que aún es mas grave su capacidad de reciclaje hacia otras posiciones laborales son mínimas.

*3. Coste del despido.* El coste del despido, en España mirado en número de semanas de indemnización por año trabajado se encuentra entre los mas altos de la OCDE. Así mientras que un trabajador con diez años de antigüedad tiene una indemnización media de once semanas en caso de despido en el caso español alcanza las 25 semanas. Distintos estudios realizados por la OCDE indican que

este coste inhibe a los empresarios a contratar de manera masiva ante incrementos de la demanda. Es por tanto, que gran parte del desempleo actual de la economía española se puede denominar estructural. En este sentido la reforma laboral llevada a cabo en el año 2012-2013 ofrece luz a este problema. Ciertamente es que en el corto plazo este ajuste provoca un descenso importante del consumo interno ante el temor de los asalariados a perder un puesto de trabajo obteniendo a cambio una baja indemnización. Este factor potencia “el efecto pobreza” y hace que se genere un desánimo entre el consumidor interno. Así, nuevamente, se confía la recuperación de la economía al incremento de la demanda externa.

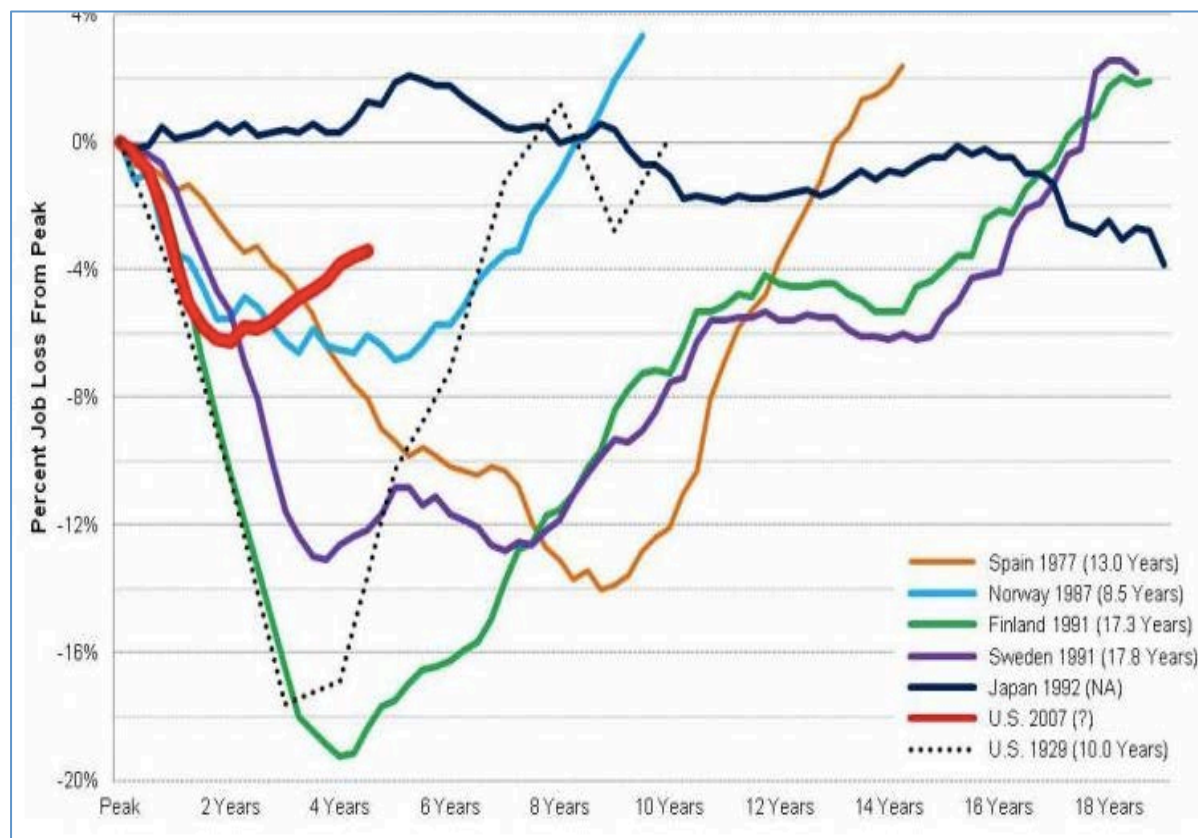
*4. Grado de movilidad de los trabajadores.* Históricamente el mercado laboral español ha sido rígido respecto a la movilidad geográfica. La tasa de movilidad inter-autonómica se situaba en el 2012 en menos del 10%. Es decir, ante la necesidad de fuerza laboral en algunas zonas específicas del mapa español la demanda era insensible no desplazándose ni con la rapidez ni la cantidad esperada.

Estos factores hacen que el perfil de destrucción de empleo sea distinto a lo ocurrido en Estados Unidos en el 30, y nuevamente más similar a estados del norte de Europa como Suecia y Noruega en la crisis del 91 donde la creación de nuevo empleo vino ligada a una reconversión del sistema de bienestar Europeo. A diferencia de lo que ocurrió en esos países no parece que en el caso español sea el sector tecnológico el que permita absorber la gran masa de desempleo actual. Probablemente el sistema educativo español no está aún adaptado a las necesidades de un mercado laboral que permita aliviar a España de la alta cifra de desempleo como ocurrió en los países nórdicos en el 91. El informe PISA (2013) sitúa a España en la posición 36 en competencia científica con una valoración de 488 puntos muy por debajo de la media de la OCDE. Países como Finlandia, Dinamarca, Suecia o Noruega están muy por encima del ranking. Pero lo que es aún más preocupante es que países como Portugal, Francia, Hungría, Polonia, Estonia también se encuentran por encima de España.

Si observamos la ilustración adjunta vemos como en el caso de las crisis del 91 tanto Suecia como Finlandia necesitaron casi 18 años en recuperar las tasas de

empleo anteriores a la crisis. Y ello gracias al crecimiento significativo del sector denominado “nueva economía”

**Gráfico 27: Perdida del empleo en distintas crisis financieras**



En definitiva es difícil prever el tiempo de duración de la recuperación del empleo en España. Pero las condiciones particulares de la misma tienden a dibujar un escenario de recuperación más largo que el de cualquier crisis anteriormente analizada.

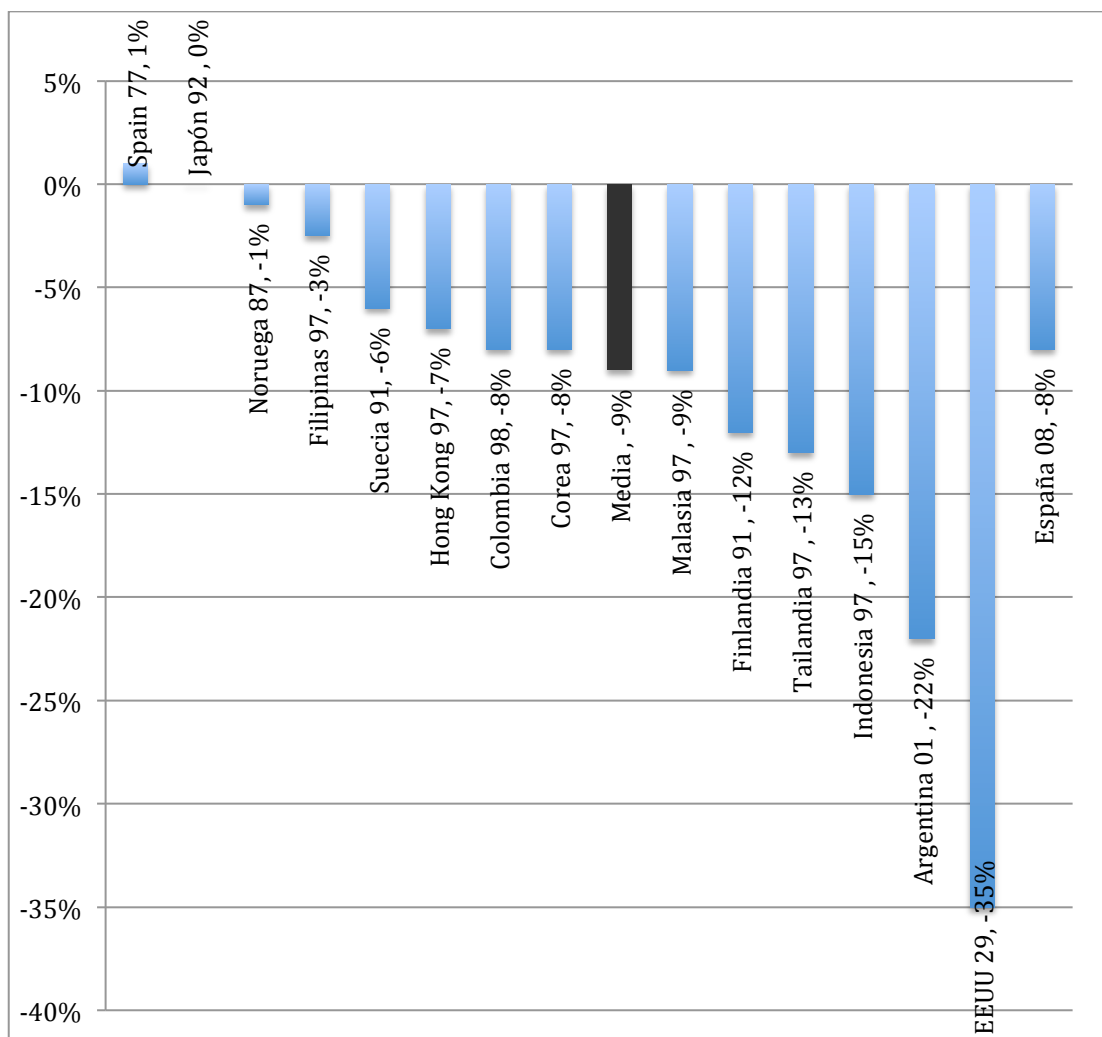
#### **4.5 Indicadores Producto Interior Bruto**

La conclusión inmediata al analizar el cuadro adjunto, respecto a la profundidad de la caída del producto interior bruto, como consecuencia de las crisis bancarias es que la media alcanza casi un 10% de destrucción de la riqueza. Esta cifra es impresionante porque supone el retraso físico de un país casi en una generación.

Las economías emergentes tienden a tener una contracción mayor, probablemente por su mayor dependencia de la financiación externa, que ante caídas abruptas en el PIB de un país que tiende a cerrarse asfixiando aun mas las

economías de dichos países. Es claro que las crisis bancarias requieren un proceso de saneamiento de balances que obliga a las entidades financieras a estar “ajenas” a la recuperación económica del país. En otras palabras los bancos y entidades financieras agudizan el proceso de destrucción de riqueza al abandonar su papel de intermediarios entre el ahorro e inversión y centrarse en la limpieza de sus balances.

**Gráfico 28: Caída desde el pico a valle del PIB en las crisis bancarias (%)**

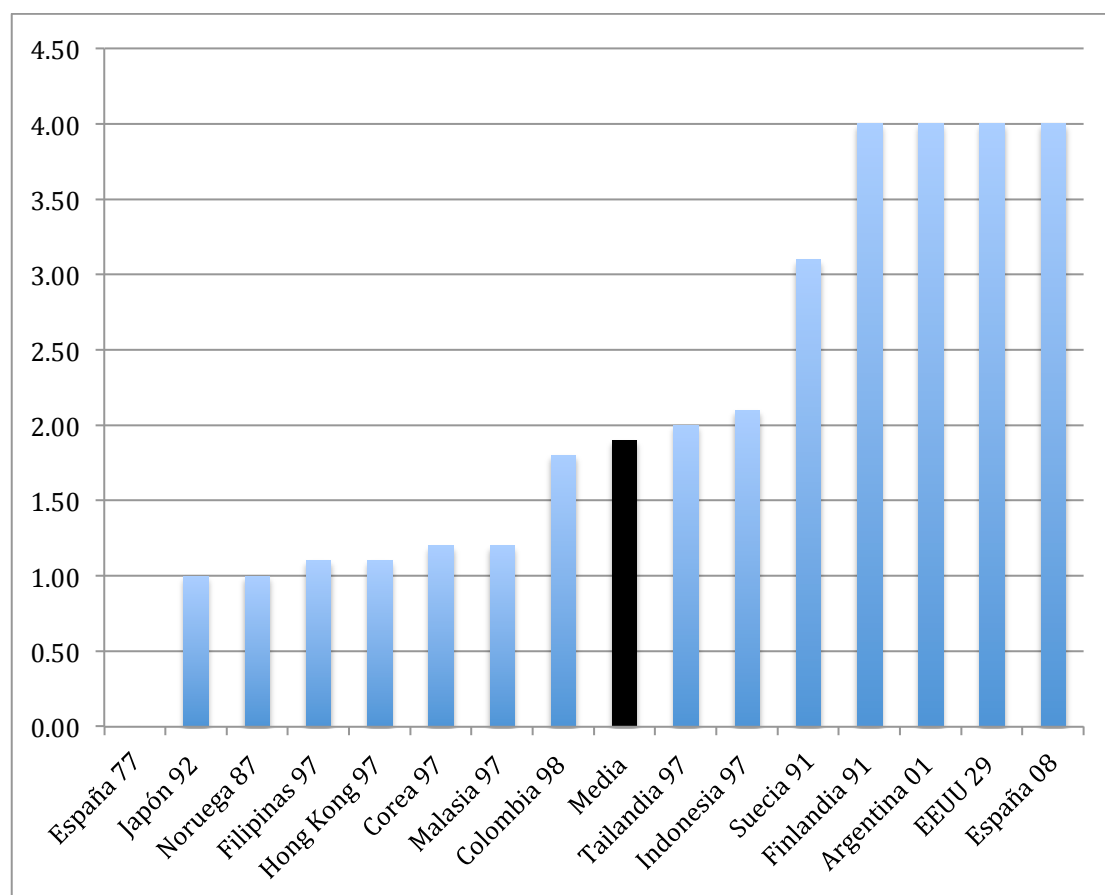


Fuente: Rogoff

Como vimos anteriormente la destrucción de PIB en la crisis del 29 en Estados Unidos no tiene parangón. Solo Argentina en el 2001 consigue aproximarse a las escandalosas cifras de más de un 30% de caída que tuvo la economía norteamericana en 1930.

El periodo de caída es por el contrario mucho menor que otros indicadores como el desempleo. En definitiva el colapso de las economías se refleja mas rápidamente en la destrucción de PIB que en cualquiera de las otras variables analizadas. Pero es este indicador el que tiene un periodo mas corto de recuperación de tal forma que prácticamente al año y medio como media las economías empiezan a crecer. Por eso periodos de tres o cuatro a mas años son un reflejo claro de una recesión mucho mas grave de lo que en un primer análisis puede parecer. En ese sentido la crisis de Argentina 01, Estados Unidos 29 y España 08 tienen un proceso y tiempo de recuperación similar a pesar de que la intensidad de la caída difiere considerablemente entre la crisis de España y las otras dos.

**Gráfico 29: Duración en años de la caída continuada del PIB**



*Fuente: Rogoff*

Nuevamente, y a tenor de este análisis, observamos que la crisis actual de la economía española tiene una compleja salida. Ni siquiera en la crisis del 77

donde tanto el sistema financiero como los mercados de capitales eran mucho más débiles se destruyó tanto PIB como la de 2008.

En conclusión tras este análisis podemos determinar que la intensidad de esta crisis actual de la economía española no tiene referente fácilmente identificable y cómo, por tanto, la salida de la misma esta aun lejos poder ser definida.

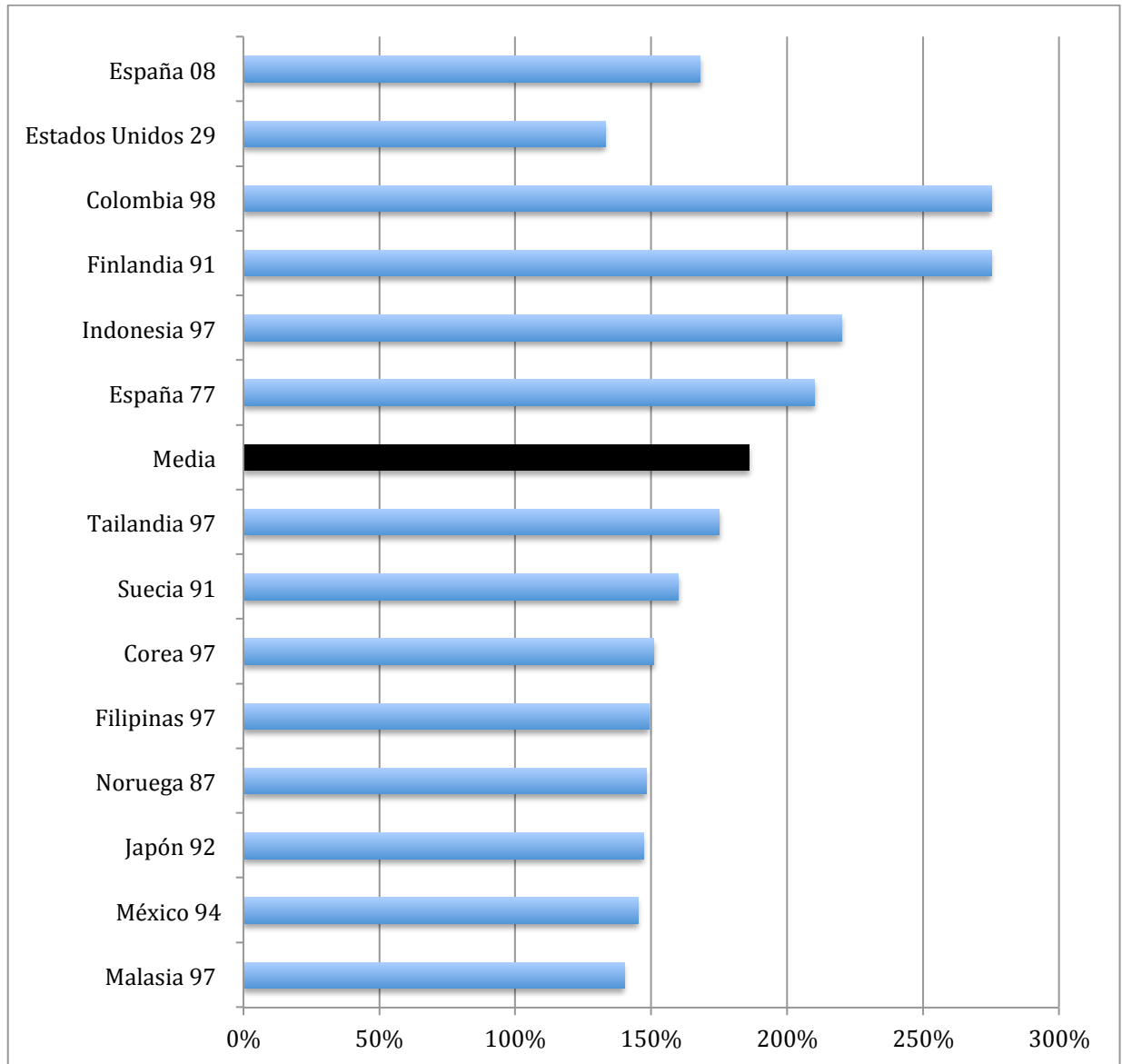
#### **4.6 Indicadores del incremento de deuda pública en los tres años siguientes a la crisis bancaria**

La información respecto al crecimiento de la deuda pública es al menos tan impactante como lo visto en indicadores anteriores. Los crecimientos de media de un 86% en tan solo tres años en casi todos los casos determinados por una fuerte reducción de ingresos fiscales por la caída de la actividad económica así como por un radical aumento del gasto publico consecuencia no solo de políticas fiscales incentivadoras al crecimiento (acciones similares al “new deal”) sino también por las necesidades coberturas sociales demandadas por el fuerte incremento de desempleo e inseguridad. En otras palabras, ante una situación económica reversa los países se vuelven mas pobres y por ende mas inseguros forzando a las autoridades publicas a tener que incrementar partidas de gasto a este es momento y mucho menores.

Economías como la finlandesa recogen un incremento aun mayor de su deuda publica forzado por el rescate de sus entidades financieras. Es el rescate de estas las que en muchas de estas crisis convierten deuda privada en deuda pública. De ahí que se produzca incrementos tan rápidos tras una crisis bancaria. El estado no solo se ve obligado a ocupar el espacio natural de familias y empresas en el proceso dinamizador de la economía sino que tiene que cubrir gran parte del “desapalancamiento” de los mismos.



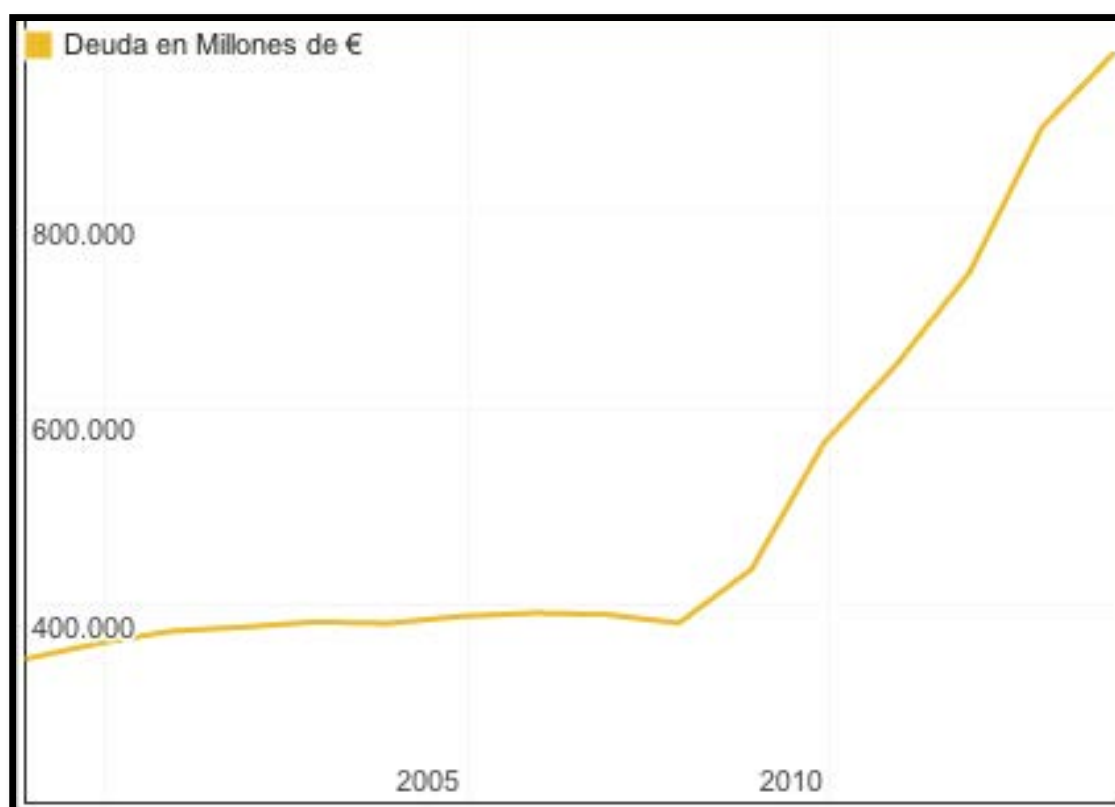
**Gráfico 30: Incremento acumulativo de deuda pública en los tres años siguientes a la crisis bancaria**



*Fuente Rogoff, Treasury Direct y Datosmacro*

Respecto a la crisis española el incremento está cercano a la media del conjunto de las crisis. Pero es cierto que si ampliamos el periodo por encima de los tres años vemos que el incremento sufrido por parte de la deuda pública es superior al 100%. En este incremento no se está considerando la cantidad necesaria que el estado vía préstamos de Europa tuvo que poner en las entidades financieras rescatadas. Incluso sin este montante superior a los 40.000 millones de euros la deuda pública alcanza a finales de 2013 cifras superiores a los 900.000 millones de euros rompiendo así una tendencia histórica que mantenía la deuda pública española por debajo del 60% del PIB.

**Gráfico 31: España: Evolución de Deuda en Millones**



*Fuente: Datosmacro*

Este indicador y en concreto su dramática evolución en los últimos cuatro años viene a demostrar que el conjunto de los desequilibrios de la economía española no están aun correctamente encaminados. El fuerte endeudamiento por parte de las arcas públicas somete al ejecutivo a un riesgo de tipos de interés que puede afectar directamente a los presupuestos entrando en una espiral explosiva, dado que el mayor coste de la deuda obligaría o bien a emitir aun mas deuda o a reducir gastos generales cercenando de esta manera una tímida recuperación como consecuencia del gasto y de la inversión pública.

En otras palabras, este último indicador, incremento de la deuda pública de la crisis española de 2008 aun encontrándose por debajo a la media de otras crisis presagia un escenario lúgubre para los años venideros. En conclusión la salida de otras crisis también en este indicador no puede ser aplicable a la economía española.

## 5. Conclusiones

El análisis de las secuelas de las severas crisis bancarias identificadas nos demuestra que estas son largas y profundas. El impacto que sufren todas las economías tanto aquellas más desarrolladas como las que se encuentran en un estadio algo más inmaduro es de una magnitud tal que afecta no solo a los indicadores económicos analizados sino también a los comportamientos sociales y las expectativas vitales.

Hemos visto que, sino la única, la principal causa de las grandes crisis bancarias ha sido fundamentalmente la acumulación de deuda privada como consecuencia de políticas monetarias expansivas que han generado burbujas en los distintos mercados, tanto inmobiliario como de valores. Pero también hemos visto al comparar la crisis del 1930 con la del 2008 que la misma causa de las crisis es la que puedo ayudar a una salida más rápida y suave de las mismas. Ciertamente es que esta “huida hacia delante” de los bancos centrales está llevando a una acumulación de desequilibrios globales, fundamentalmente incremento de deuda pública insostenible en el futuro. Doctrinas como las de Ben Bernanke empiezan a ser comunes por el conjunto de líderes de otros realizadores de políticas monetarias llevando a una acumulación de masa monetaria que en sí mismo engendra una nueva burbuja. Quizás en este punto empieza a ganar terreno la tesis de que vivimos en un proceso de encadenamiento constante de “burbujas” que llevaría a la hecatombe final.

*Pero ¿cuánto es de fiable el análisis de crisis anteriores para determinar los procesos de las actuales?*

Como se ha intentado demostrar a lo largo del documento parece que, la crisis actual y en concreto la española, aun teniendo desequilibrios similares a otras la combinación de causas es más compleja y hace que la salida de la misma sea totalmente incierta.

Como citábamos anteriormente perplejidad genera el ver la repetición casi cíclica de distintas crisis sin ser capaces ni legisladores, ni reguladores, ni académicos de desarrollar un antídoto que frene las crisis futuras. Es como si de

alguna manera el ser humano no fuese capaz de distanciarse de las euforias colectivas evitando así el desarrollo de desequilibrios que terminan generando las grandes crisis bancarias.

La necesidad de que las generaciones de futuros profesionales tengamos presente lo ocurrido en el 2008 como así en las otras grandes crisis, en especial la de 1930 es absoluta. La memoria histórica parece ser el único verdadero antídoto para conseguir “dejar de bailar mientras la música siga sonando”.

Los desequilibrios de la economía española tras esta crisis, unidos al proceso demográfico de nuestro país hacen pensar en un muy difícil camino de recuperación. El proceso de ajuste que ha hecho romper records en destrucción de empleo, caída de precios de activos reales e incremento de deuda no parece suficiente, a raíz del análisis de otras crisis, para identificar las soluciones necesarias.

Se ha pretendido con este documento el ofrecer al lector no solo una base de datos sino también un análisis crítico de los mismos. Me ha parecido por ello oportuno el incorporar al estudio lo que he denominado ilustraciones intentando reflejar que la información es accesible a todos y por ello cualquier sorpresa sobre los efectos de esta crisis solo puede ser fruto de la incultura de una sociedad que no es capaz de aprender del pasado. Esperemos que esta vez la huella que esta crisis esta dejando en generaciones jóvenes permita garantizarnos un futuro sin nuevos “estallidos” de burbujas.

## 6. Bibliografía

- Ahamed, L.** (2009). *Lords of Finance*. Penguin Press.
- Aprende a invertir** (2014) *Porque tu pensión pública no te va a dar ni para tabaco*. Recuperado de: <http://www.aprendeainvertir.info/porque-tu-pension-publica-no-te-va-a-dar-ni-para-tabaco/>
- Bernanke, B.** (Noviembre de 2002). Deflation: Making sure it doesn't happen again.
- Blanc, D y Glebber, L.** (1956) *Capital formation in residential Real Estate: trends and prospects*. Tesis no publicada, Princeton University, EEUU.
- Campa, M.** (10 de Mayo de 2014). Campa (Santander) demuestra que la bolsa sube por los bancos centrales. *El Confidencial*. Recuperado de: [http://www.elconfidencial.com/economia/2014-05-10/campa-santander-demuestra-que-la-bolsa-sube-por-los-bancos-centrales\\_128204/#](http://www.elconfidencial.com/economia/2014-05-10/campa-santander-demuestra-que-la-bolsa-sube-por-los-bancos-centrales_128204/#)
- Campos, P.** (24 de Enero de 2014). La tasa de paro juvenil vuelve a superar el 55% en el cuarto trimestre de 2013. *El País*. Recuperado de: [http://economia.elpais.com/economia/2014/01/23/actualidad/1390477384\\_496531.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/01/23/actualidad/1390477384_496531.html)
- Geithner, T.** (2014) *Stress Tests: Reflections on financial crisis*. Crown Publishing Group.
- Hetzel, R.** (2013) Avoiding the next crisis: Can central Banks learn? *Cato Journal*, 33, 379.
- Instituto Nacional de Estadística** (2013) *Mujeres y Hombres en España*. Recuperado de: [http://www.ine.es/ss/Satellite?L=0&c=INEPublicacion\\_C&cid=1259924822888&p=1254735110672&pagename=ProductosYServicios%2FPYSLayout&param1=PYSDetalleGratis](http://www.ine.es/ss/Satellite?L=0&c=INEPublicacion_C&cid=1259924822888&p=1254735110672&pagename=ProductosYServicios%2FPYSLayout&param1=PYSDetalleGratis)
- Land Institute of Japan** (2013) *Monthly Data of Real Estate Economy*. Recuperado de: [http://www.magisteriolalinea.com/home/carpeta/pdf/MANUAL\\_APA\\_ULACIT\\_actualizado\\_2012.pdf](http://www.magisteriolalinea.com/home/carpeta/pdf/MANUAL_APA_ULACIT_actualizado_2012.pdf)

**Maki, D. y Palumbo, M.** (2001) *Disentagling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s* Tesis no publicada, Federal Reserve.

**Meltzer, A.** (31 de Agosto de 2009). What happened to the “depression”? Wall Street Journal. Recuperado de:  
<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052970204251404574342931435353734>

**Moen, J. y Tallman, E.** (1992) The Bank Panic of 1907: The role of trust companies. *The Journal of Economic History*, 52, 611.

**Molina, C.** (27 de Junio de 2013). España recibe ya mas inversión extranjera que Francia y Alemania. *Cinco Dias*. Recuperado de:  
[http://cincodias.com/cincodias/2013/06/26/economia/1372257863\\_661850.html](http://cincodias.com/cincodias/2013/06/26/economia/1372257863_661850.html)

**Kuttner, R.** (2007). *The alarming parallels between 1929 and 2007*

**Reshef, A, y Philippon, T.** (2008) *Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006*, Tesis no publicada, New York University & University of Virginia.

**Reinhart C.M y Rogoff, K.**(2011). *This time is different*. Princeton University Press.

**Serna, E.** (8 de Diciembre de 2013). ¿Por qué España tiene tasas de paro tan altas? 7 claves del fracaso del mercado laboral. *Zoom News*. Recuperado de:  
<http://www.zoomnews.es/153456/economia/empleo/que-spain-different-tambien-desempleo-siete-factores-diferenciales>

**PISA** (2013). *Informe PISA por países*. *El País* Recuperado de:  
[http://elpais.com/elpais/2010/12/07/media/1291691945\\_720215.html](http://elpais.com/elpais/2010/12/07/media/1291691945_720215.html)

