



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ICADE)

ANÁLISIS DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2007 A 2018

Autor: Álvaro del Fresno Araunabeña

Director: Cecilio Moral Bello

Resumen: En el año 2007 dio comienzo una de las mayores crisis económicas de la historia llegando a tener un efecto global. Una de las grandes preocupaciones desde entonces ha sido la posibilidad de que se vuelva a producir la misma situación. Para poder dar respuesta a esta incertidumbre es preciso analizar el origen de la anterior crisis comenzando por la etapa previa hasta el estallido y sus consecuencias. La crisis comenzó siendo de carácter financiero a través del mercado inmobiliario y las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Debido a las características del mercado y a través de diversos canales, se trasladó al resto de la economía y de países. La actuación tras el estallido ha sido de búsqueda de soluciones y de disposición de medidas que eviten que pueda repetirse. Las decisiones tomadas en este tiempo serán determinantes de cara a futuros momentos de recesión económica.

Palabras clave: Crisis financiera, crisis económica, hipotecas *subprime*, tipo de interés, desempleo, PIB, recuperación económica, regulación, confianza...

Abstract: In 2007, one of the greatest economic crises in history began, reaching a global effect. One of the biggest concerns since then has been the possibility of the same situation happening again. To be able to respond to this uncertainty, it is necessary to analyze the origin of the previous crisis starting from the previous stage until the outbreak and its consequences. The crisis began being of a financial nature through the real estate market and subprime mortgages in the United States. Due to the characteristics of the market and through different channels, it was transferred to the rest of the economy and countries. The action after the outbreak has been a search for solutions and provision of measures that prevent it from being repeated. The decisions taken during this time will be decisive in the face of future moments of economic recession.

Key words: Financial crisis, economic crisis, subprime mortgages, interest rates, unemployment, GDP, economic recovery, regulation, faith...

ÍNDICE

1. OBJETIVO	3
2. INTRODUCCIÓN	4
3. METODOLOGÍA	6
4. ESTRUCTURA	7
5. ESTADO DE LA CUESTIÓN	8
6. LA CRISIS	9
7. MONOGRAFÍA	12
a. Situación que lleva al colapso:.....	12
b. Comienza la crisis financiera:	17
8. DESARROLLO	21
a. Las consecuencias inmediatas de la crisis financiera:.....	21
b. Búsqueda de soluciones a la crisis:	27
c. La recuperación económica vista desde la evolución del PIB:.....	29
d. Influencia de los tipos de interés:	33
e. La economía hoy:.....	35
9. CONCLUSIÓN	41
10. BIBLIOGRAFÍA	44
ANEXOS	50

1. OBJETIVO

El objetivo primordial del estudio consiste en valorar si es posible que la economía mundial se esté adentrando en otra situación de crisis económica similar a la del año 2007. Esta posibilidad se ha comenzado a tener en cuenta por parte de diversos economistas convirtiéndose así en un tema digno de estudio. Para el logro de este objetivo se realizará una comparación entre la situación previa, el desarrollo y las consecuencias de la crisis y la situación actual.

En el proceso de investigación se tratará de conocer si existió una única causa y si hubo un único detonante de la crisis o si por el contrario se trató de un compendio de situaciones que llevaron al desastre. Son muchos y diversos los agentes económicos que intervienen en una economía y los que se han visto afectados por lo ocurrido, pero es posible que hayan sido también causantes en mayor o menor medida.

Las diferentes tomas de decisión y las reacciones de los diferentes actores se fueron llevando a cabo en función de los problemas que surgían. El ámbito de actuación fue amplio debido a la cantidad de sectores que se vieron afectados. En todos ellos se adoptaron medidas que evitasen una nueva situación similar. El desarrollo de este trabajo podrá servir para conocer estas medidas y ver si fueron unas medidas eficaces y si han abarcado los diferentes puntos de la economía afectados.

2. INTRODUCCIÓN

2007 es el año que ha quedado marcado en los calendarios como el momento en que dio comienzo una de las mayores crisis económico-financieras hasta el momento. Muchos expertos centran también el origen en un hecho emblemático que fue la quiebra de Lehman Brothers.

El desarrollo de la crisis se produjo en dos direcciones. La primera de ellas fruto de la globalización y la capacidad de comunicación sin precedentes que tendrá como consecuencia el movimiento al resto de países y una alta velocidad de contagio. La segunda sitúa su origen en el ámbito financiero trasladándose al resto de sectores de la economía teniendo consecuencias en la economía real.

El estudio comenzará por el análisis de la situación previa. Desde el año 2000 hasta el 2007 la economía disfrutó de unos años de bonanza y muestra ello fue el crecimiento que se estaba dando en el PIB real del mundo, el mercado inmobiliario y el mercado de valores, entre otros. En ese entorno económico hubo dos factores que fueron determinantes. El primero fue el elevado nivel de endeudamiento y el segundo el exceso de confianza que condujo a la minusvaloración de riesgos (Greenspan, 2010; Mishkin, 2011).

Conocido el origen y las causas se verá la evolución que ha conducido a la situación actual. La primera consecuencia fue la caída de valor que sufrieron los diferentes sectores y especialmente el sector financiero y el mercado de valores (Hurd & Rohwedder, 2010). Los primeros en reaccionar fueron el Banco Central Europeo y la Reserva Federal a través de políticas monetarias y posteriormente los gobiernos adoptaron políticas que estimulasen la actividad económica (Ferrari, 2008).

La crisis no sólo ha tenido consecuencias en un determinado tipo de empresas o a un único sector, sino que su carácter ha sido general incluyendo a la sociedad en su conjunto. Al pasar de la economía financiera a la real ha afectado a los agentes particulares y resulta un tema de interés adicional en el que situar los esfuerzos de estudio. Estas circunstancias han sido un estímulo muy importante para la búsqueda de soluciones como defensa ante posibles recesiones futuras que alcancen una magnitud semejante a la vivida.

La decisión de estudiar el origen y la evolución posterior a la crisis reside en el interés de saber si podemos encaminarnos o no a una situación igual. Se trata de un tema recurrente,

pero las conclusiones no han llegado a ser uniformes y hay divergencias. Por este motivo se ha iniciado el proceso de elaboración de este trabajo, para dar una respuesta propia a esta pregunta.

El análisis realizado ha resultado satisfactorio por distintos motivos. Tras el estudio completo se ha podido alcanzar una conclusión y dar respuesta a los objetivos perseguidos con la realización de este trabajo. Resulta gratificante ser capaz de comprender la situación actual gracias al conocimiento con mayor detalle de lo ocurrido años atrás. Siempre se ha hablado de como distintos factores han afectado y de como los bancos o las hipotecas eran el problema, pero no ha sido hasta el momento de verlo más de cerca y con una mayor profundidad, cuando ha sido posible realizar una aproximación al origen de la crisis. Las circunstancias deben entenderse en su conjunto porque nunca una situación así va a ser fruto de una única causa y es lo que se ha intentado llegar a valorar.

Ha resultado ardua la tarea de tratar de condensar toda la información obtenida en un único estudio. Al tratarse de una crisis económica que ha tenido una repercusión tan amplia no solo en magnitud, sino en sectores y ámbitos, acotar el estudio ha sido complicado. Existen muchas causas y consecuencias y en algunos casos únicamente se han mencionado sin llegar a estudiarlas en profundidad y se han tomado aquellas que se han valorado como las que podían resultar más importantes y relevantes. Los estudios deben ser lo más profundos posible, pero en un caso como este, se ha considerado tomar aquello más relevante para poder alcanzar los objetivos marcados.

3. METODOLOGÍA

La resolución de este trabajo se lleva a cabo mediante técnicas cualitativas como la revisión de literatura existente que se ha escrito desde el momento del estallido de la crisis. También se observa la información disponible de diversos actores de esta época. Esta revisión se centrará en artículos académicos de profesionales de diferentes sectores económicos y políticos.

Además de los artículos académicos, se va a recabar y proporcionar datos cuantitativos de diferentes índices como son el PIB o el desempleo. También serán importantes los mercados de valores y sus índices. Esta información se obtiene de la reserva Federal, el Banco Mundial, Standard&Poors, etc. Serán una base importante para enmarcar la situación vivida en cada momento de la crisis económica

Por último, se ha obtenido información de artículos de actualidad de los años de la crisis para conocer el estado de la opinión en cada momento. En estos casos se ha tratado de una búsqueda de conocimiento acerca de qué se ofrecía a la opinión pública y qué información se le ha proporcionado en cada momento.

Con ello se dispone del material y datos necesarios para poder evaluar de modo adecuado y contrastado las perspectivas que se ofrecen en las conclusiones

4. ESTRUCTURA

Para la mejor comprensión y consecución de objetivos del trabajo, se va a dividir en cuatro apartados.

El primero de ellos servirá de contextualización a través de una explicación de lo que es una crisis y las características principales de esta que estamos analizando. Este comienzo se hace para poder asentar unas bases de partida sobre las que se realizará el trabajo.

En segundo lugar, se da comienzo a la visión de los años previos a la crisis y al comienzo de esta. Para que estallase la crisis financiera y posteriormente la económica, era necesario que se produjesen una serie de acontecimientos que llevasen a esa situación.

Una vez se ha podido conocer el origen, se pasa al tercer apartado que será el desarrollo. Una primera visión serán las consecuencias que tuvo la crisis. Obtenido esto se avanza en el tiempo, analizando el aprendizaje que se ha realizado con el paso de los años y como se ha llegado hasta el día de hoy. Lo último que se va a estudiar es la situación actual a la que se ha llegado a través de nuevos mecanismos de control, cambios normativos y las evoluciones políticas, sociales, técnicas y tecnológicas de este periodo.

Realizando este camino y viendo todos estos aspectos, se cierra el trabajo con las conclusiones derivadas de los objetivos.

5. ESTADO DE LA CUESTIÓN

La crisis económica que tuvo comienzo en 2007 ha sido uno de los eventos que más ha marcado la historia reciente debido a la magnitud que alcanzó. Por esta razón hay una elevada cantidad de artículos académicos a partir de los cuales se ha podido elaborar el trabajo.

Respecto al origen de la crisis, la mayor parte de los autores coinciden en el culpable señalado. Este peso recae sobre las hipotecas *subprime* que serán explicadas más adelante en el trabajo, pero por ahora cabe mencionar que son hipotecas entregadas con un elevado riesgo de retorno (IEB, 2018). La tesis elaborada por la mayor parte de los autores comienza con una mención a los años previos y al exceso de confianza y la falta de control. Al minusvalorar los riesgos no se emplearon mecanismos de defensa que evitasen el colapso. Debido a la gestión que se estaba realizando, se fue aumentando el endeudamiento y perdiendo recursos haciendo que una vez se alcanzó la situación crítica, no había dinero para poder hacer frente a las deudas (Blackburn, 2008; Greenspan, 2010; Machinea, 2009).

De cara a las consecuencias, los autores comienzan a variar y a adentrarse en aquellos sectores o aquellos temas que más sean de su interés. Por ello se han tomado aquellos que más se ajustan a los objetivos marcados.

A pesar de tener que seleccionar con mayor detalle a los autores, la transición de crisis financiera a crisis económica ha sido estudiada también por diferentes autores. Localizando el mismo origen, se produce una traslación a la economía real a través de cuatro canales que se explicarán posteriormente, pero son el crédito, el patrimonio, la confianza y el fiscal (Álvarez, 2008).

Las repercusiones de la crisis económica han sido muy importantes y los expertos no se detienen en el mero análisis de las causas. Los estudios hechos durante los últimos años analizan los cambios que se han producido tanto en la economía como en la regulación. La situación ha cambiado considerablemente y se ha fortalecido tanto el sector privado como el sector público, asumiendo la experiencia adquirida durante este periodo de recesión (Ferrari, 2008; Vives, 2010; Zingales, 2008).

6. LA CRISIS

Hace ya más de diez años que dio comienzo la última gran crisis financiera que afectó a la economía a nivel mundial y es importante reflexionar por qué se produjo. Durante la historia de la humanidad se puede apreciar la sucesión de diversos estados de crisis. Las razones por las que se han producido difieren y pueden ser explicadas a partir del fracaso del sistema monetario empleado como fue la caída tras el Patrón Oro o de características más similares a esta última como fue el crack del año 1929 que estuvo más centrada en una burbuja de la bolsa de valores.

La RAE nos define la crisis económica como la *reducción en la tasa de crecimiento de la producción de una economía, o fase más baja de la actividad de un ciclo económico* (RAE, 2019). Carlo Bordoni por su parte, en su obra compartida con Zygmunt Bauman, “Estado de crisis” nos habla de las consecuencias que puede generar una crisis. Lo que realmente atañe ahora y se va a obtener es la visión que se hace a nivel general de lo que caracteriza a una crisis económica:

“La crisis económica es – según los diccionarios – una fase de recesión caracterizada por un freno de las inversiones, una disminución de la producción y un aumento del desempleo; se trata de un término que tiene el significado genérico de un cúmulo de circunstancias desfavorables, vinculadas a menudo con la economía.” (Bauman & Bordoni, 2014)

La economía mundial de los últimos siglos se viene caracterizando por un crecimiento global, siendo más visible en unos Estados que en otros, con pequeñas interrupciones que son o bien estos periodos de crisis o bien pequeños periodos de enfriamiento económico. Los periodos que van a resultar interesantes para el estudio que se va a realizar, serán los primeros. Los economistas llaman a estas fases de crecimiento y recesión “ciclos económicos”. Si bien es cierto que los ciclos se producen de un modo recurrente, no siempre existen recesiones de un mismo calibre como tampoco los periodos de duración de los ciclos y crisis son iguales. Los economistas han ido buscando distintas aproximaciones a las posibles causas y de los factores que han llevado a que se produjese esa situación de crisis (Moral, 2012).

Dada la situación de globalización que caracteriza la época actual, el hecho de que se produzca una crisis en un país afectará de manera clara, evidente, rápida y directa en los países vecinos o que se encuentren en contacto con él, produciéndose un efecto de

contagio entre los distintos Estados. La globalización ha traído consigo enormes ventajas, pero en el traslado de las situaciones adversas se encuentra uno de los principales inconvenientes. Este efecto ocurrió en esta última crisis financiera que tuvo su arranque en Estados Unidos y después se fue expandiendo a otros países hasta adquirir un carácter mundial. No se quedó únicamente en su origen financiero, sino que se propagó también al resto de la economía productiva.

Una de las diferencias con respecto a crisis anteriores como pudo ser la vivida en 1929, es que esta no puede ser explicada por las teorías de Keynes debido a su carácter principalmente financiero. Se trata de una crisis ligada inicialmente a los movimientos vinculados al mercado inmobiliario (Bauman & Bordoni, 2014). Son las conocidas como hipotecas *subprime* que se vendían en ese momento y se comerciaba con ellas, a las que se les atribuye la responsabilidad de las consecuencias posteriores. Fue una situación que comenzó con el mercado financiero y su vinculación al mercado del *real state*, es decir, el mercado inmobiliario, y posteriormente, las consecuencias llegaron al conjunto de la economía llegando a producirse una crisis social (Nemecek & Kocmanova, 2009).

Aunque no fuesen las únicas causantes, las hipotecas *subprime* tendrán un papel muy importante y que posteriormente se explicará con un mayor detalle qué son. Es relevante saber de un modo muy básico de qué se tratan y a qué nos referimos. Al hablar de la importancia de estas hipotecas, no se hace referencia únicamente a la forma en que se concediesen sino al activo financiero subyacente en ellas. Se trata de un tipo de hipoteca concedida a gente con una menor capacidad de pago, teniendo por tanto un mayor riesgo, y otorgadas en unas condiciones diferentes a las de una hipoteca habitual. A medida que la demanda aumentó, se organizaron paquetes de hipotecas formando activos de renta fija que se vendían en el mercado. En la organización de estos paquetes primó la diversificación de los paquetes, dividiendo cada emisión en un gran número de bonos, provocando que se considerasen como activos de bajo riesgo (IEB, 2018; Blackburn, 2008).

Como se ha mencionado, a lo largo de la historia se han sucedido numerosas crisis. Sin embargo, esta última que tuvo su comienzo en 2007 ha sido una de las más fuertes y profundas si no la más grave de la historia reciente. De acuerdo con Machinea (2009), existen tres factores importantes para determinar la gravedad que esta última crisis ha tenido. El primero de ellos hace referencia a la magnitud del mercado financiero, puesto que hasta el momento no se había contado con un mercado tan sumamente globalizado.

El segundo hace alusión a la interconexión que existe entre las entidades financieras a nivel global. El tercero y último sería la opacidad existente en el sistema financiero, lo que ha derivado en la adopción de medidas de transparencia en los años posteriores.

Esta serie de factores del mercado financiero son parte de las causas de que una pérdida inicial en el mercado de hipotecas *subprime* en Estados Unidos, terminase por verse reflejada en la crisis, donde no sólo afecta a toda la economía, sino a todos los países. En verano de 2007 hubo una gran pérdida de valor de los activos y un mercado que hasta entonces había sido líquido y que había servido de motor de financiación paso a ser ilíquido y donde los activos no tenían las mismas salidas. Esta situación llevó a una desconfianza generalizada que marcó el panorama internacional (Nadal, 2008).

La crisis sufrida ha tenido repercusiones muy diversas y ha afectado a numerosos sectores. Ha afectado tanto a grandes entidades como Estados o particulares. En el análisis que se realiza a continuación, se va a mirar desde una perspectiva financiera en la que los activos financieros han tenido una gran relevancia y donde el endeudamiento creció de un modo descontrolado. La recesión económica provocó consecuencias en diversos aspectos de la economía que se tendrán en cuenta como son el desempleo o el PIB y su crecimiento (o decrecimiento), que servirán para poder ver cómo ha evolucionado a lo largo de los años. Así las conclusiones se obtendrán a partir de una comparativa de los factores que parecen determinantes para que la situación haya llegado a ser tan difícil y crítica en algunos países y del mismo modo compararla con la situación actual.

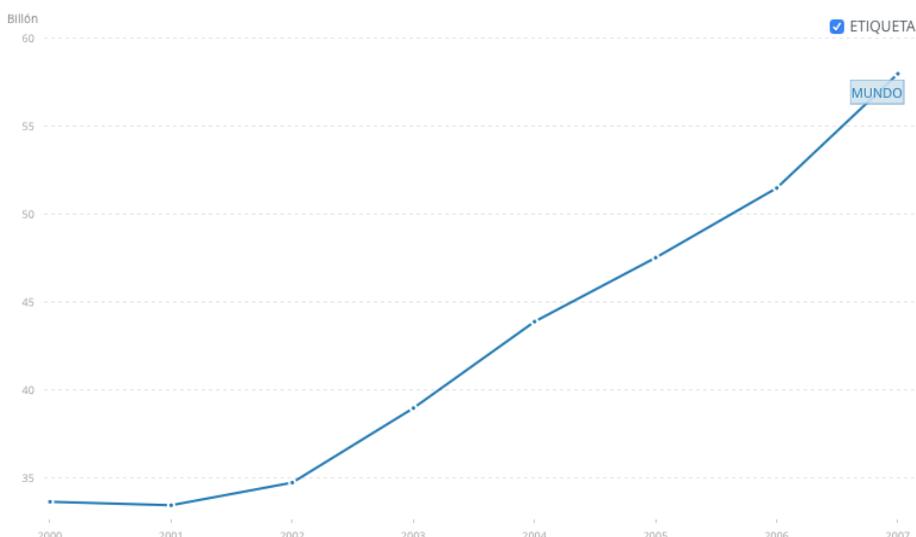
7. MONOGRAFÍA

a. Situación que lleva al colapso:

Para poder llegar a conocer el origen de esta crisis económica de carácter mundial, es importante no sólo ver el detonante que la desencadena, sino también la razón de que se llegue a esta situación. Como ya se ha mencionado, las economías estaban muy interrelacionadas entre sí a través tanto en la actividad financiera como en la comercial y del mismo modo que ocurrió en Estados Unidos, el shock de origen financiero tuvo su contagio en el resto de las economías. El riesgo de que una situación de recesión o una crisis provocada en un Estado arrastrase a otros era real y conocido. Sin embargo, nunca se llegó a imaginar la magnitud y velocidad con la que se desarrolló.

Muchos han sido los países afectados por la crisis y también muchas han sido las familias y empresas que han sufrido sus consecuencias. Estos problemas se vieron reflejados en las actuaciones de los distintos agentes económicos y en los hábitos adquiridos a lo largo del tiempo, pero previamente al estallido, la situación era completamente distinta. La economía se encontraba en una situación de crecimiento medio continuado, donde los primeros años de siglo y milenio, el PIB mundial se encontraba en una situación boyante y no sólo eso, sino que los mercados en desarrollo estaban creciendo a un ritmo mucho mayor que el de los mercados desarrollados. El crecimiento de unos además ayudaba a que los vecinos pudiesen mejorar su situación económica (Greenspan, 2010).

Gráfico 1: PIB mundial 2000 - 2007



Fuente: Banco Mundial, datos.bancomundial.org

Este es uno de los indicadores de la posible cercanía de un periodo de crisis puesto que es una circunstancia que se ha producido en varias ocasiones. En años previos a que se produzca una crisis suelen darse épocas de bonanza donde parece que todo funciona muy bien y que la economía se encuentra en un ascenso imposible de detener. A nivel financiero, se trata de un momento en el que la economía crece y por tanto la confianza también puesto que no se ve posible una caída de valores o por lo menos a nivel general. La evolución habitual es que, con una inflación baja y estable, beneficios de los participantes en la economía y liquidez creciente, los tipos de interés disminuyan y se conceda un mayor número de créditos debido a que los intereses será más bajos y se necesita un mayor volumen para obtener iguales o mayores beneficios bancarios (Machinea, 2009).

De este modo se llega al mercado inmobiliario donde el precio de los activos crecía y no parecía que fuese a cambiar esta situación y sólo algunos valoraban la posibilidad de una ralentización en el crecimiento. Hacia el año 2002, en Estados Unidos, las hipotecas *subprime* suponían apenas un 7% del total. No se trataba de la opción más atractiva, sin embargo, con la evolución de la economía y con el crecimiento constante de los precios de las viviendas además de la inflación estable y controlada, se fue creando una situación en la que el interés por este tipo de activos fue aumentando (Greenspan, 2010).

Viendo la situación en la que surgen estas hipotecas, es posible entender la razón de que se hiciesen tan populares tanto para aquellos que las solicitaban como para los posteriores compradores de paquetes de estas. Los tipos de interés en ese momento estaban muy bajos y venían disminuyendo más a medida que pasaba el tiempo. Un reflejo de esto reside en las llamadas *Treasury-bills* estadounidenses donde las que son a 3 meses llegaron a estar entre 2002 y 2004 al 1,3% mientras que, a lo largo de los cuarenta años anteriores, habían rondado el 6,1% (Zingales, 2008). Por su parte, el valor de las viviendas mantenía su escalada de precios y así a medida que pasaba el tiempo los activos se revalorizaban al alza, por tanto, era el momento de hacerse con un inmueble (IEB, 2018).

La situación era óptima para poder hipotecarse y para pedir préstamos orientados a la inversión en inmuebles ya fuese con ánimo de obtener rentabilidad como en busca de vivienda habitual. Comprando una vivienda se estaba asegurando un activo cuyo valor iba a aumentar. En el caso de las hipotecas *subprime* se veía un gran número de peticionarios que en condiciones normales no hubiesen podido adquirir esas viviendas

puesto que los bancos no les concedían hipotecas clásicas. Sin embargo, esta salida sí se lo permitía y así toda la población podía formar parte de este mercado al alza (IEB, 2018).

Este tipo de hipotecas, tenían unas condiciones por las cuales se convertían en la posibilidad perfecta para las clases más bajas y así ser partícipes de las inversiones inmobiliarias. Estos activos en principio tienen un mayor riesgo dada su naturaleza, puesto que son generalmente concedidas a un sector de la población de menor capacidad financiera para la devolución de los préstamos. A pesar de ello, y de nuevo haciendo alusión a la situación del momento, no se planteaba que fuese a caer el mercado inmobiliario y en caso de problemas de impagos, siempre existía un activo cuyo valor seguía aumentando. Lo que hicieron los bancos con estos casos fue organizarlas en paquetes para vender en el mercado del mismo modo en que se vende un bono, creando así un activo nuevo que incluir en el mercado secundario. Una vez entra en circulación, se trata de un activo líquido que se puede comprar y vender, sabiendo los pagos y rentabilidades que dará de cara al futuro a modo de renta fija (IEB, 2018).

En cuanto a la distribución de los paquetes de hipotecas que se formaban, se categorizaban en función de su valor crediticio y de la posibilidad de impago. Todos aquellos paquetes cuya posibilidad de impago era mínima, eran considerados como que tenían la máxima calidad crediticia y es que el colapso simultáneo de todas las hipotecas era muy poco probable. Es por esta razón por la que eran catalogadas por parte de las compañías de *rating* como activos de calidad AAA (Nadal, 2008). Esta puntuación es aquella que otorga una de las compañías más grandes de *rating* del mundo como es Standard & Poor's a aquellos que tienen una capacidad extremadamente fuerte de hacer frente a todos sus compromisos financieros (S&P Global Ratings, 2018).

Así es como se da entrada en el mercado financiero a este tipo de títulos de calidad financiera baja y que las agencias de *rating* habrían catalogado como “bonos basura” y que como se puede observar, tienen un origen y calificación positiva en una situación determinada. Visto en perspectiva, se trata de un gran error, pero, dada la situación del momento y lo que se estaba viviendo, tuvo sentido pensar que estos bonos tenían cabida en el sistema. Era una situación de optimismo económico y de crecimiento constante del cual todo el mundo quería formar parte puesto que la población se enriquecía y nadie quería quedarse atrás. El colapso no parecía posible, al menos no un colapso global.

Este auge económico era la tónica que se venía viviendo en Estados Unidos desde finales de los años 90. Un pensamiento generalizado en situaciones así es que no es posible que

se revierta la situación, sino que el crecimiento se mantendrá y fue uno de los errores cometidos. Trasladado al mercado inmobiliario, se extendió la idea generalizada de que el valor de los activos únicamente podía subir y las caídas no eran posibles. Este pensamiento tenía cabida dados los hechos que mostraban que el mercado no había dejado de subir en muchos años y donde, además, entre 1997 y 2006, el precio había incrementado un 12,4% al año de media (Zingales, 2008).

Es precisamente en estas situaciones de crecimiento y confianza cuando se minusvaloran los riesgos y se relajan los controles. Durante estos años no se produjo ninguna excepción y la estimación del mercado respecto de los bonos basura estaba completamente minusvalorado. Comenzó a ser algo conocido el hecho de que no se había evaluado bien el nivel de riesgo de estos activos y que el grado al que se estaba hipotecando el mercado y la deuda que se estaba generando, iba a terminar por explotar (Greenspan, 2010).

Antes de que hubiese agentes económicos que se diesen cuenta de que la situación no podía continuar por el camino que estaba llevando, existían razones para pensar que no tenía por qué colapsar el sistema. Al hacer entrega de las hipotecas, los bancos hacían un análisis de la futura devolución de estas por parte de los clientes, donde no se encontraban problemas. Razón de ello era que, en caso de no poder pagarse de forma total al final del periodo, se podría refinanciar o en su defecto hacer líquido el activo de la hipoteca (la vivienda) y así poder solventar la deuda. Se trata de un mercado en auge con incrementos de valor anuales, con lo cual no debía ser difícil obtener un comprador (Hellwig, 2009).

Cabe mencionar que parte del auge del mercado de estos paquetes de hipotecas, estuvo afectado por el interés de bancos y por el apoyo del gobierno de Estados Unidos. En el caso de los bancos, tanto comerciales como de inversión (en Estados Unidos muchos bancos de inversión son a su vez bancos comerciales), se encontraban con unos activos que poder colocar en el mercado y así obtener liquidez. A medida que iban concediendo hipotecas, organizaban paquetes que podrían ser vendidos en el mercado y así mantener una buena situación. Además, no sólo consiguieron inversores nacionales, sino que además fueron capaces de obtener inversión extranjera, siendo la mayor parte europea y localizando otra parte en Asia y América Latina (Greenspan, 2010). Esta estructura genera una inercia viciada ya que a medida que se obtienen buenos resultados con las primeras emisiones y su comercialización, se toman los beneficios obtenidos para la entrega de más préstamos. Otorgados los nuevos préstamos se vuelven a organizar en paquetes para obtener nueva liquidez volver a empezar la rueda financiera.

El interés mencionado del gobierno de Estados Unidos no es que potenciasen directamente la compra de estos bonos, sino que dos grandes empresas patrocinadas por el gobierno realizaron una enorme compra de estos. Se trata de Fannie Mae y Freddie Mac, dos instituciones que cuentan con un cierto apoyo del gobierno de Estados Unidos. Estas dos compañías realizaron una compra masiva de hipotecas *subprime* con el objetivo de agradar al Congreso y con la intención política de conseguir “una vivienda asequible”, por personas de ingresos bajos. La política llevada a cabo por estas compañías tenía tinte político y por ello se dice que existe una intervención y un apoyo del gobierno de Estados Unidos (Calomiris & Wallison, 2008; Zingales, 2008).

Se convirtieron, debido a esta compra masiva, en los mayores tenedores de bonos con una inversión de un trillón de dólares americanos. Es importante el hecho de que estas empresas estuviesen respaldadas por el gobierno de los Estados Unidos puesto que existía una seguridad mayor en esos movimientos. El problema se vio tras un estudio de las compañías propiciado por estos movimientos tan grandes de compra dado que su situación no era tan positiva como habían reflejado. En respuesta a este descubrimiento, se limitaron sus operaciones tras la crisis (Calomiris & Wallison, 2008).

Se declaró la quiebra de ambas y se tuvo que efectuar un rescate por parte del gobierno para que no se extinguieran debido a las posibles consecuencias que tuviese su desaparición. Se produjeron posteriores rescates a otras compañías como será el caso de Bear Stearns en marzo de 2008. La gran disyuntiva residía en que no se podía permitir que todas las compañías que se viesen afectadas por el inicio de la crisis desapareciesen, pero tampoco era posible el rescate de todas ellas. Por ello se encuentra el caso de Bear Stearns o por otra parte el caso de Lehman Brothers u otra menos conocida dada su menor envergadura como fue Ownit Mortgage Solutions (Calomiris & Wallison, 2008; Moral, 2012).

Esta pequeña o mediana compañía, dependiendo del baremo que se quiera utilizar, será una de las primeras compañías en quebrar debido a las hipotecas *subprime* y al impago que se comenzó a producir. Fue en 2006 cuando sus cuentas se vieron en evidencia y tuvieron que declarar la bancarrota y tras Ownit Mortgage Solutions, se sucedieron otras compañías más del mismo sector. Fueron cayendo poco a poco las pequeñas entidades hasta que, en septiembre de 2008, el entonces gigante Lehman Brothers, cayó (Moral, 2012).

b. Comienza la crisis financiera:

Pero estas caídas se producen tras una sucesión de decisiones y acciones llevadas a cabo por distintos actores que son las que cambian el paradigma visto hasta el momento. Todo funcionaba como un engranaje perfecto, la economía y la riqueza de los países no hacía más que crecer, hasta que la tónica cambió. Fueron distintas las razones que llevaron al colapso.

Dada la situación económica que se estaba viviendo en Estados Unidos y en el resto del mundo, el gobierno estadounidense decidió que debía actuar. Para poder evitar una caída del dólar frente al resto de monedas, la Reserva Federal tomó la decisión de aumentar los tipos de interés, lo que tuvo un efecto inmediato sobre unas hipotecas sumamente frágiles como son las *subprime* y se comienzan a producir morosidades e impagos a partir del último trimestre de 2006 (Blackburn, 2008). El problema no yace únicamente en el hecho de la subida de los tipos de interés, sino que se produjo un aumento muy rápido en apenas dos años subiendo más de un 4% en estos años (Expansión, s.f.c).

Este aumento se produjo entre 2004 y 2006 como medida tomada por el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan. Debido a la situación que se había generado, con el elevado tipo de interés y el auge inmobiliario, la liquidez de los agentes económicos se había desplomado y el crédito que estaba soportando el país era muy elevado. Debido a la fiebre inmobiliaria que se había producido y, por ende, la burbuja que se había formado, los bancos vieron como se quedaban sin liquidez y sin compradores con liquidez suficiente como para adquirir ni los bonos ni colocar otros productos financieros. Es un momento de tensión en el mercado financiero puesto que tanto las personas físicas como las empresas de distinta categoría estaban muy endeudadas y no tenían el efectivo suficiente para hacer frente a la deuda adquirida. Puesto que esta situación no era particular de un actor, sino que era generalizada, los créditos no podían ser devueltos, ni se podían afrontar pagos. Este es el momento donde se comienza a ver la posibilidad de que una crisis asole Estados Unidos y es esta la razón de que la Reserva Federal decida intervenir (Moral, 2012).

El aumento que se produjo entre 2004 y 2006 del tipo de interés fue desde el 1% hasta el 5,25%, con unas consecuencias directas sobre Estados Unidos antes descritas. Se dice que las repercusiones no fueron inmediatas puesto que en un inicio y con el ímpetu que llevaba la economía, es cierto que no se frenó de golpe, sino que el PIB siguió creciendo, aunque a un ritmo algo más moderado. Hacia 2005, la opinión general que se transmitía

en Wall Street era de tranquilidad y que la economía no caería. A pesar de ello, analizando el crecimiento anual que se producía en el PIB, iba disminuyendo hasta llegar el momento crítico en 2007 (Pozzi, 2005; Reserva Federal, 2019; Banco Mundial, 2019a; Banco Mundial, 2019b).

Estaban equivocados en las estimaciones y ante lo que se encontraron fue que estas hipotecas a las que se ha estado haciendo mención, las *subprime*, comenzaron a dar problemas. Se trataba de hipotecas concedidas a deudores sin los recursos suficientes como para afrontar una subida de esta envergadura y en algunos casos incapaces de afrontar una hipoteca del tamaño recibido. Es el comienzo de los impagos y de las morosidades y es así como la situación de riqueza general comienza a torcerse hasta llegar a las situaciones de quiebra (Moral, 2012).

Cuando se comienzan a dar los problemas en el sistema financiero y las morosidades comienzan a ser visibles, hay un factor que hace que tanto la población como las empresas no se alteren y es que el PIB real seguía subiendo en Estados Unidos. Pero la tasa de crecimiento anual se iba desplomando, siendo en 2004 un 3,786%, en 2005 un 3,345% y cada vez menor hasta 2008 que el crecimiento será negativo (-0,292%) y el empleo comenzaba a mostrar síntomas de flaqueza, pero no parecía que fuese a tener mayores consecuencias hasta momentos más críticos de la crisis en 2008 que llegó al 7,3% de desempleo, cifra elevada para Estados Unidos (Mishkin, 2011; Banco Mundial, 2019b; Bureau of Labour Statistics, 2019).

Eran señales equívocas y a pesar de que hay autores que sitúan el comienzo de la crisis con la quiebra de Lehman Brothers, todos hacen mención de dos sucesos previos importantes en los que la mayor parte de autores localiza el comienzo. El primero de ellos tiene lugar el 7 de agosto de 2007. Se trata de la fecha en que el banco francés BNP Paribas decide suspender los retornos de tres de sus fondos debido a la situación de las hipotecas de Estados Unidos (EFE, 2007). Es el momento en que se hace evidente que la situación que se había generado era insostenible y que el sistema bancario generado al margen de la banca tradicional había fracasado (Mishkin, 2011).

En estos años de gestación de la crisis y con la creación de un activo nuevo como eran las hipotecas *subprime* y su posterior venta en forma de paquetes, se buscó hacer líquido algo que por naturaleza es un activo fijo. Los bancos comerciales siempre han tenido activos fijos y activos corrientes con los que gestionar sus operaciones y trabajar en el mercado siempre con sus activos corrientes. Con los paquetes de hipotecas, estas otras compañías

(bancos de inversión principalmente) han buscado la conversión en activos corrientes de activos fijos para así generar más dinero de forma más rápida. Así se llega al momento de colapso con una serie de activos que, volviendo a su naturaleza, son fijos y por tanto no se hacen líquidos con la misma facilidad (Mishkin, 2011).

Retomando los eventos previos a la quiebra de Lehman Brothers, debe resaltarse otro gran evento que tuvo una elevada importancia. En marzo de 2008 tiene lugar un acto sin precedentes por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. Se trata del rescate ya mencionado a Bear Stearns, compañía muy similar a Lehman Brothers, que colapsó y entró en crisis. La Reserva Federal, para no permitir que cayese, ayuda a JP Morgan a comprarlo por el valor de 150,56 millones de euros (Moya, 2010; Blackburn, 2008). Resulta interesante ver este caso que es muy parejo al de Lehman Brothers debido a las características de ambas compañías y los problemas que ambas sufrían. Compartiendo valores, mercado, segmentos, etc., se encontraron con unas medidas muy diferentes en un lapso de seis meses por la Reserva Federal (Kensil & Margraf, 2012).

Tras el rescate de marzo se llega a septiembre de 2008, concretamente el día 15 de septiembre, Lehman Brothers se declara oficialmente en banca rota. La causa principal de su quiebra o al menos la causa inmediata son las pérdidas sufridas en el mercado de las *subprime*. Así será como cae el cuarto banco de inversión del momento, con unos activos que superaban los 600 billones de dólares americanos y más de 25.000 empleados que fueron despedidos. Uno de los mayores gigantes de Estados Unidos caía después de 158 años de historia (Mishkin, 2011).

El problema por tanto no se puede buscar en que se trate de una empresa pequeña o en una decisión sin meditar, o meramente en la caída de las hipotecas *subprime*. Existen otros factores además de las *subprime* que llevaron a esta situación. Anteriormente se ha hablado de la diferencia con la banca comercial y es que los bancos de inversión eran más ambiciosos en la búsqueda de beneficio. Una de las grandes diferencias que no suele mencionarse a la hora de hablar de lo que separa a estos dos conceptos de banca, es la regulación y es que en este caso juega un papel muy importante.

De cara a su relación con los clientes y el dinero que maneja de estos, la banca comercial está mucho más regulada que la banca de inversión. Las razones son variadas y ajenas a la crisis, pero sí que existe una parte de la regulación que afecta de un modo directo. En esos años, los bancos de inversión se habían estado endeudando y haciéndolo en demasía, sin un control claro, lo que llevó a que su apalancamiento fuese de más de 30 a 1. En el

caso de la banca comercial, su regulación apunta a que nunca debe superar un apalancamiento de 15 a 1 (Zingales, 2008). Esto quiere decir que estaban más del doble de apalancados de lo que un banco comercial estaría y situándose en una situación de riesgo. Se hace evidente pues, que la regulación es un factor muy importante. Y cabe destacar algo mencionado anteriormente, el hecho de que las hipotecas *subprime*, causantes de gran parte de los problemas ante los que la economía se ha enfrentado, nacieron como salida a compradores que eran declarados no solventes por parte de los bancos. Era una señal que no se ha tenido en cuenta, pero que resulta significativa.

La conclusión es que se hunde en esa fecha una de las entidades más importantes hasta el momento en el mundo de las finanzas y con una presencia internacional y de larga historia. En este momento, el gobierno de los Estados Unidos junto con la Reserva Federal, se vieron en la tesitura de tener que decidir si salvaban a Lehman o lo dejaban caer. Seis meses antes, se habían encontrado ante una situación muy similar como era la de Bear Stearn cuya situación era muy parecida y se decidió ayudar a que esta entidad no se hundiese a través de la adquisición por parte de JP Morgan. En esta ocasión la decisión es contraria y no se toman cartas en el asunto, cosa que con el tiempo se puede ver como una omisión que lamentar.

La explicación por la que Lehman Brothers declaró su quiebra la mañana del 15 de septiembre de 2008 fue sencilla, no tenía el dinero suficiente para abrir. Fue algo parecido a lo sucedido con Bear Stearn seis meses antes, pero con otro desenlace. Existe una gran duda acerca de los motivos para no rescatar a Lehman, pero hay una idea generalizada y es que nunca pensaron que las consecuencias de dejarle caer fuese a tener la repercusión que tuvo. Uno de los grandes problemas que trajo consigo la caída de Lehman, fue la pérdida de confianza, factor muy importante a la hora de asumir deuda y de pedir créditos y proporcionarlos (Ball, 2016).

8. DESARROLLO

a. Las consecuencias inmediatas de la crisis financiera:

El momento en que Lehman Brothers se declaró en bancarrota se hizo evidente que la situación era insostenible y se comenzaron a tomar medidas para defenderse. El banco de inversión americano tuvo que manifestar su estado de quiebra debido a la falta de liquidez y es que durante ese verano de 2008 fue perdiendo efectivo a pasos agigantados hasta encontrarse finalmente en la situación crítica con la que no podía seguir desempeñando su negocio (Ball, 2016).

El problema no afectaba únicamente a la propia compañía o banco, sino que se produjo un efecto sobre todas aquellas con las que guardaba relación de forma directa e indirecta y sobre todo el mercado financiero. La empresa en que mayor repercusión tuvo la bancarrota fue AIG, la compañía de seguros, que sufrió las graves consecuencias de estar ligada a Lehman por tener asegurados más de 400 billones de dólares americanos. El día 16 de septiembre de 2008, un día después de que se declarase la quiebra que cambió todo, AIG declaró su colapso debido a los activos que había asegurado en su contrato con Lehman. La Reserva Federal se vio obligada a intervenir en este caso para poder rescatar a la aseguradora que junto al gobierno de Estados Unidos otorgaron un préstamo de 170 billones de dólares. No se valoró en un inicio que AIG pudiese tener problemas, pero esto es reflejo de la situación en la que estaba sumida la economía, es decir, la confianza que provocó que se minusvaloraran las consecuencias que podría tener la caída del cuarto banco de inversión más grande del momento y de no tener en cuenta muchos de los riesgos que se estaban asumiendo (Mishkin, 2011).

Haciendo referencia a lo que se ha señalado anteriormente, los mercados financieros están muy conectados, teniendo en Estados Unidos inversores de todo el mundo y viceversa. Lo ocurrido en *Wall Street* tuvo consecuencias en los principales mercados tanto europeos como de América Latina o Asia, haciendo que se expandiese la crisis americana al resto del mundo de forma rápida y violenta. El precio de las acciones de los principales mercados internacionales se vio disminuido tras el contagio, aunque no fue esta caída de precio el modo de expansión más importante (Steinberg, 2008; Chesnais, 2008).

No era Estados Unidos el único lugar donde se vivía un momento de elevada liquidez en los años previos, sino que en Europa se estaba dando una situación similar y del mismo modo, los distintos actores del panorama europeo buscaban inversiones que les

proporcionasen una rentabilidad. Si bien es cierto que no surgieron las hipotecas *subprime*, sí que se estaba produciendo una burbuja inmobiliaria y un endeudamiento a gran escala. De esta manera, cuando el sistema cayó, el efecto sobre los otros mercados fue automático, llegando a producirse quiebras bancarias en Reino Unido como fue Bradford & Bingley, Benelux con Fortis o Alemania con el rescate a Hypo Real State (Steinberg, 2008; Álvarez, 2008).

Se ha podido apreciar que la caída en las hipotecas *subprime* supuso el inicio de todos estos problemas. La razón es, a grandes rasgos, la falta de liquidez. El sistema financiero había llevado un camino de endeudamiento que no se podía llegar a sostener (Sandoval & Urrutia, 2011). Para poder ver un reflejo de la evolución que se había llevado hasta el momento, Cypher (2009) revela que el endeudamiento de los hogares pasó de 1,4 billones de dólares en 1980 a 13,8 billones de dólares en 2007 y en el caso de las empresas financieras se pasó de 0,6 billones de dólares en 1980 a 16 billones en 2007.

Para valorar el riesgo se debe tener en cuenta que se trata de un concepto muy amplio el cual abarca, en el contexto empresarial y sobretodo el bancario, tres tipos de riesgos que son: el riesgo de crédito, el operacional y el de mercado. Cada uno hace referencia a un aspecto distinto. El de crédito está enfocado en la solvencia de los titulares de los préstamos, créditos y los derivados financieros. El operacional está focalizado en el interior de la empresa y en los problemas que puedan derivar de la misma. El último es el de mercado, el cual implicaría que el valor en los libros disminuyese debido a los factores externos y su funcionamiento (Farías, 2014). El problema de la minusvaloración de riesgos es que, debido a la euforia financiera, como la denomina Steinberg (2008), no se analizaron de un modo objetivo sino visto desde la perspectiva positiva que se tenía en ese momento. De este modo, se consideraba que las pérdidas no serían tan notorias y que la probabilidad de que tuviesen lugar era menor de lo que la realidad mostró.

En el momento en que las hipotecas comenzaron a tener impagos y morosidad, se hizo evidente que el problema residía en la falta de liquidez tanto para la enajenación de activos como para dar refinanciación a titulares con incidencias y exceso de endeudamiento. Si los primeros en tener que deshacer su posición no son capaces de pagar a los segundos, estos no podrán realizar su actividad de un modo normal y entonces son los siguientes los que no pueden ver cerradas sus cuentas. De ahí que la falta de liquidez tenga un efecto contagio automático sobre todos los actores del sistema.

Esta crisis financiera se traslada automáticamente al resto de la economía y se hace a través de cuatro canales como indica José Antonio Álvarez (2008), que son el crédito, el patrimonio, la confianza y el canal fiscal.

El canal de crédito es muy importante, sobretodo teniendo en cuenta que el endeudamiento adquirido de un modo razonable es bueno, pero se había convertido en un elemento excesivamente empleado. Dada la crisis de liquidez que existía en el sistema, los créditos que se habían concedido hasta el momento estaban sufriendo impagos o riesgos de morosidad lo cual minaba el ánimo de la concesión de nuevos créditos o la refinanciación de los antiguos dando plazo y capacidad de devolución futura (Álvarez, 2008).

Este es el ámbito de actuación de los principales bancos centrales y de la Reserva Federal, propiciando una entrada de liquidez en el sistema a través de la política monetaria. Se promovió dotar de liquidez a los principales bancos tanto americanos como europeos para que pudiesen mejorar sus cuentas de balance y proporcionasen créditos como se esperaba de ellos. Por otra parte, se produjo una reducción de los tipos de interés por parte de la FED y del Banco Central Europeo, que comenzaron a realizar una política conjunta en consonancia con el resto de las economías desarrolladas. La intención era la recuperación global de la situación que se estaba produciendo en el mundo. A pesar de ello, en los bancos no se produjo la respuesta esperada debido a distintas causas entre las que se encuentra la mencionada resolución de las incertidumbres de sus propias posiciones en el balance en lugar de dar liquidez al sistema económico para potenciar la actividad. Además, las nuevas restricciones exigían una mayor solvencia aumentando así las reservas de los bancos. Otras razones se verán ahora puesto que hacen referencia al valor patrimonial y a la confianza. De este modo, lo que se esperaba como una solución temprana a la situación generada no tuvo el efecto previsto y deseado. Esto no significa que no ayudase, sino que no fue suficiente con el desarrollo de una política monetaria, que era necesario algo más (Ferrari, 2008; Machinea, 2009; Álvarez, 2008; Chesnais, 2008).

El segundo canal que se menciona es el patrimonio, el cual sufrió un duro golpe con el estallido de la crisis financiera y posteriormente económica. Los activos financieros que estaban en posesión de empresas y familias comenzaron a disminuir de valor haciendo que se redujese la inversión en estos activos. Impera la idea en estos momentos de no comprar por parte de los pocos inversores que hay, puesto que, al estar bajando el valor,

no cabía más que esperar para poder comprarlos más baratos. De esta manera, el mercado comienza a estancarse y los distintos actores comienzan a buscar una reducción de deuda (Álvarez, 2008).

La consecuencia más inmediata de esta situación se vio en el valor de las empresas en los principales mercados bursátiles mundiales (Ferrari, 2008). Reflejo de esta caída en el valor, el índice americano aplicado por Standard & Poor's, el S&P 500, no consiguió recuperar su posición previa a la crisis hasta pasado un tiempo. El índice S&P 500 es el índice bursátil en el que se integran las 500 empresas más importantes o más representativas de distintos sectores de Estados Unidos (CaixaBank, s.f.):

Gráfico 2: Valores del S&P 500 entre 2000 - 2019



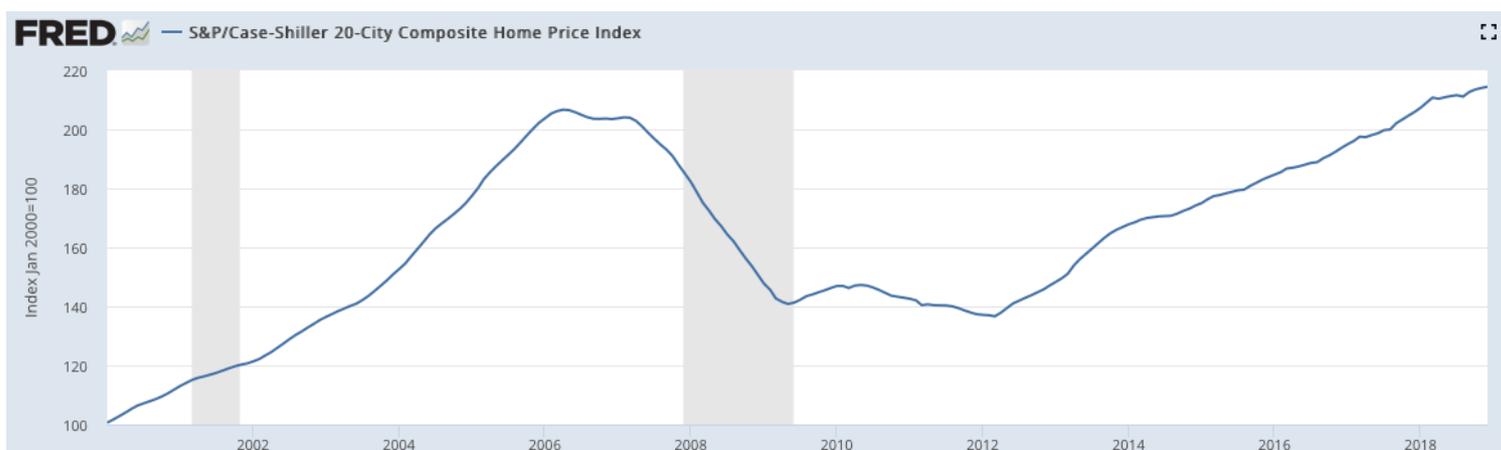
Fuente: S&P 500 Gráficos Streaming, Investing.com

Pero no fue únicamente una caída a nivel financiero. Las inversiones no siempre son específicamente en activos financieros, sino que también se realizan en activos tangibles como es el mercado inmobiliario. Este fue uno de los que más sufrió el estallido de la crisis viendo a familias que adquirieron viviendas por un valor que tras la crisis habían perdido un 40% del mismo. La fiebre que había llevado a la formación de una burbuja

inmobiliaria terminaría por estallar y desplomar el valor de unos activos que estaban completamente sobrevalorados. Del mismo modo que se minusvaloraron los riesgos, como se ha mencionado, se entro en una dinámica de escalada de precios que no se podía sustentar y es con la crisis cuando se ven las consecuencias. El estallido de la burbuja inmobiliaria tuvo un primer efecto en la construcción, que progresivamente se trasladó al resto de la economía y afectó en gran medida a la generación de empleo y a la destrucción de este como se verá posteriormente. El efecto de la caída de valor derivó también en una caída de la liquidez al estrecharse el mercado por menores compras, menor financiación y quedan de este modo numerosos activos pendientes de venta (Hurd & Rohwedder, 2010; Chesnais, 2008).

Si bien es cierto que esto no se puede estudiar de un modo eficiente en todo el mundo para el valor de todas las viviendas, hay estudios que toman distintas muestras para poder medirlo. Uno de los casos es el del *City Composite Home Price Index* elaborado por Standard & Poor's que es el empleado en el gráfico tres. En este caso se utiliza una muestra de veinte ciudades importantes de Estados Unidos para analizar el valor de la vivienda y es una muestra de lo que podría suponer el precio en todo el país gracias al buen estudio realizado por esta compañía. Se han mirado distintas variables para la elección de zonas residenciales que permiten el mejor estudio y extrapolación al resto del territorio (S&P, s.f.).

Gráfico 3: Índice del precio de la vivienda



Fuente: S&P Dow Jones Índices LLC

Con estas dos formas de expansión y sus consecuencias se va a llegar al tercer canal, que será el deterioro de la confianza. Desde los bancos se produjo una falta de confianza. Como bien refleja Machinea (2009), fue uno de los motivos por lo que no se otorgaba crédito, puesto que no se confía en que los prestatarios sean capaces de devolverlo. Es en esta situación en la que el gobierno trata de influir bajando los tipos de interés e inyectando liquidez para que pueda aumentar la confianza en el sistema. Es un factor determinante en estos momentos de incertidumbre. Además debe añadirse la desconfianza de los propios mercados y el sector financiero que también se vio afectada. Entre las propias entidades se produce una disminución de la financiación y se comienza a dudar de la solvencia (Álvarez, 2008).

El último de los canales es el fiscal. En este caso es importante tener en cuenta las distintas reacciones que se llevan a cabo en función de la política monetaria que se adopte por los bancos centrales. En el caso de la Reserva Federal y del gobierno de Estados Unidos se aplicó una política que incentivase la economía a través del consumo. Y para ello se llevaron a cabo ayudas fiscales en forma de devolución de impuestos, de esta manera, a través de una menor recaudación de impuestos, se esperaba un aumento en el gasto de la población debido al ahorro obtenido en ese sentido. En el caso de Europa también se trataron de buscar ayudas fiscales a través de la creación de fondos soberanos para evitar que empresas estratégicas cayesen en manos de actores que estaban ganando importancia en el panorama internacional como eran los árabes o los chinos (Álvarez, 2008; Ferrari, 2008).

China se había convertido en este periodo en uno de los países con mayor crecimiento a nivel mundial y desde Europa se buscó un cierto proteccionismo frente a ella. Por este motivo se lanzaron estos fondos con la intención de ayudar a las empresas, de tal manera que pudiesen continuar realizando inversiones y que contasen con liquidez para ello. Se tiene por tanto un doble objetivo: la recuperación económica de las empresas europeas y al mismo tiempo no caer en manos del poder exterior, concretamente de los países árabes poseedores de grandes reservas de petróleo y China que se estaba convirtiendo en una de las mayores potencias en el panorama económico internacional (Ferrari, 2008).

Otro de los grandes problemas que se ha mencionado brevemente con anterioridad, pero sin mucha extensión es el desempleo. Este factor es determinante para la economía de un país puesto que, en función de la capacidad empleadora de un Estado, la riqueza se podrá

repartir más o menos y del mismo modo, la población gozará de riqueza o no. Entre el año 2000 y 2010 en Estados Unidos se comportó de la siguiente manera:

Gráfico 4: Desempleo en EEUU 2000 - 2010



Fuente: US Bureau of Labor Statistics

En los años previos a la crisis el desempleo oscilaba entre el 4% y el 6% en Estados Unidos, siendo el 6% una cifra alta de paro para dicho país. La situación económica incitaba a la contratación de personal en las empresas puesto que el crecimiento económico así lo permitía y lo exigía. Con la crisis económica las empresas comenzaron a sufrir las duras consecuencias llegando en algunos casos a la quiebra. La tasa de desempleo subió hasta el 10%, cifra muy preocupante para un Estado como este. Se trató de un problema general al que prácticamente todo el mundo tuvo que enfrentarse y buscar soluciones.

b. Búsqueda de soluciones a la crisis:

Los dos casos que se estudiarán serán el de Estados Unidos y la Reserva Federal y de la Unión Europea y el Banco Central Europeo para buscar el impulso de sus economías. Ambos trabajarán conjuntamente dada la gravedad de la situación en la que se encontraban. Se trata de un momento crítico en el que se aúnan fuerzas y llevan políticas paralelas (Ferrari, 2008).

Los gobiernos y los bancos centrales van a centrarse cada uno en aquello en lo que pueden actuar, de tal manera que la Reserva Federal y el Banco Central Europeo localizaron sus

esfuerzos en realizar una buena política monetaria. La doble acción que se llevó a cabo fue la de modificar los tipos de interés y trabajar con el problema de la falta de liquidez en la economía. Lo que se hizo fue reducir el tipo de interés de tal manera que siguiese dándose un movimiento de dinero para que la economía no quedase estancada, contando con las restricciones que los gobiernos aplicaban a los bancos. Si los tipos bajan, es más fácil que se produzcan créditos tanto a empresas como a particulares para potenciar las inversiones, puesto que los intereses que se devolverán sobre el crédito serán menores (FMI, 2009; BCE, 2010).

Estas medidas no tuvieron todo el éxito deseado debido a que la confianza se había visto afectada y muchos eran los que se veían obligados a utilizar el dinero de sus depósitos para hacer frente a sus problemas. Fue la razón por la que además de la bajada de los tipos de interés, se produjeron inyecciones de liquidez en el sistema. En el caso del BCE, como es común, lo hizo a través de subastas que fueron teniendo lugar hasta tiempo después del estallido de la crisis. Se trata de ofrecer algo más que la posibilidad de dar crédito a un bajo interés, es la forma de tratar de aportar confianza para que ese crédito sea devuelto y así exista el movimiento de dinero necesario para escapar de la situación que se vivía y que se vuelva a mover la economía (BCE, 2010).

Es importante que se propicie el movimiento de la economía y reactivar los intercambios comerciales. Para poder crecer y realizar inversiones nuevas en busca de rentabilidad es necesaria la financiación que no será otorgada salvo que exista confianza en su devolución. Cuando la economía está activa, esta confianza aumenta y esa era la intención, la activación económica para el aumento de confianza. Si no existe confianza en aquellos con los que se realizan intercambios comerciales, las operaciones se detienen. El problema es que en el sistema interbancario tampoco había confianza y así los bancos no se prestaban entre ellos, habiendo sido siempre un mercado con pocos problemas de estas características (Machinea, 2009).

Como medida de respuesta, fueron los gobiernos los que complementaron la acción de los bancos centrales se buscó la recapitalización de entidades financieras. Esta propuesta tuvo la intención de apoyar a los bancos para que no se sintiesen desprotegidos o en peligro inminente de quiebra y así poder potenciar la concesión de créditos. Esta medida tuvo una buena acogida en Europa donde se comenzó a aplicar de forma rápida. Por su parte en Estados Unidos se produjo un rechazo inicial, pero terminó por solventar las

disputas internas que estaban a favor y en contra y se optó por seguir los pasos de Europa (FMI, 2009; Ferrari, 2008).

La situación económica se encontró en un punto crítico a nivel mundial donde no parecía mejorar para nadie y no había una salida clara. Mientras que el tiempo seguía su curso, parecía que la economía no tenía una visión muy optimista ante una posible recuperación. Se tomó entonces la decisión última que fue la de situar los tipos de interés en valores negativos, de tal manera que los depósitos en el Banco Central Europeo o en la Reserva Federal fuesen a costarles dinero. La base de localizar los tipos de interés negativos es buscar que se otorgue crédito desde los bancos en vez de dejarlo depositado y en el caso de los bancos el hecho de que no lo trasladasen les llegase a penalizar. Al tener un tipo de interés negativo, el dinero que se encuentre parado en un depósito va a ocasionar un gasto en vez de generar intereses. Se trata de una política que incita al gasto y a buscar el movimiento del dinero y que la economía no se estanque. Que esas consecuencias lleguen al consumidor final va a depender de las entidades bancarias que pueden o bien asumir ellos el gasto, promocionando ellos mismos el movimiento de dinero y buscando que la economía siga evolucionando a través de la concesión de crédito, o bien trasladarlo a los clientes finales. Lo más sensato que se ha hecho en la mayor parte de estos casos es asumir el gasto y tratar de conceder créditos para que se realicen inversiones y mover la economía (BCE, 2010; Sevilla, s.f.).

Con lo cual, estos fueron los principales mecanismos que se llevaron a cabo para poder mejorar la economía con la llegada de la crisis, las principales soluciones que se dispusieron. Es cierto que en cada país se comenzaron a dar políticas particulares y en el caso de Estados Unidos dependiendo de los Estados se desarrollaron también distintas medidas, pero a nivel global, la base con la que se trabajó fue esta. Las otras respuestas que se buscaron fueron en el mercado laboral, debido a las tasas de desempleo que aumentaron en todo el mundo, a nivel fiscal, donde las medidas en los tipos impositivos varían de acuerdo con el país en el que pongamos el foco, etc.

c. La recuperación económica vista desde la evolución del PIB:

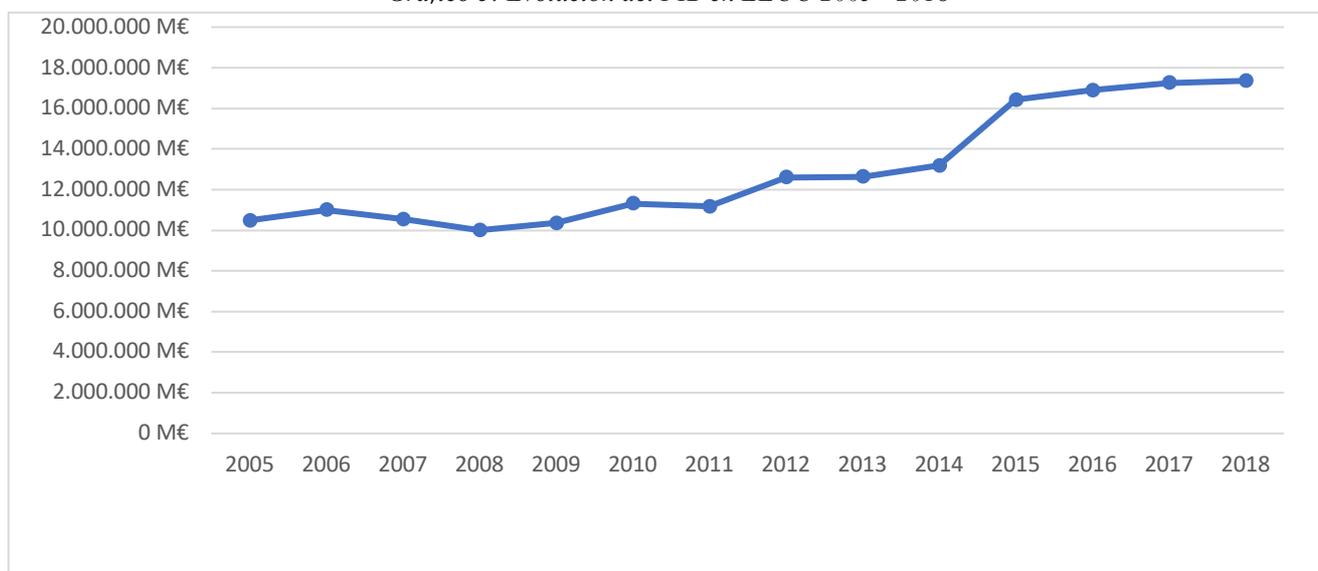
La situación económica que se ha revisado hasta ahora con las quiebras, las caídas bursátiles, la ruptura de la burbuja inmobiliaria, etc., tuvo como resultado una recesión económica global. Se pasaron momentos muy difíciles y con las medidas adoptadas por

gobiernos e instituciones, especialmente los bancos centrales, se buscó que la economía no se estancase para poder seguir adelante y en ello se ha trabajado desde entonces. Con el Producto Interior Bruto (PIB) se puede ver modo como está funcionando la economía de un país y la actividad en el mismo. El método más generalmente aceptado para conocer su valor es través de las variables del consumo privado (C), la inversión realizada por las empresas (I), el gasto público (G) y el comercio internacional siendo este exportaciones menos importaciones (X-M) (Gastón, s.f.). Quedando así:

$$PIB = C + I + G + (X - M)$$

La evolución del PIB tanto en Estados Unidos:

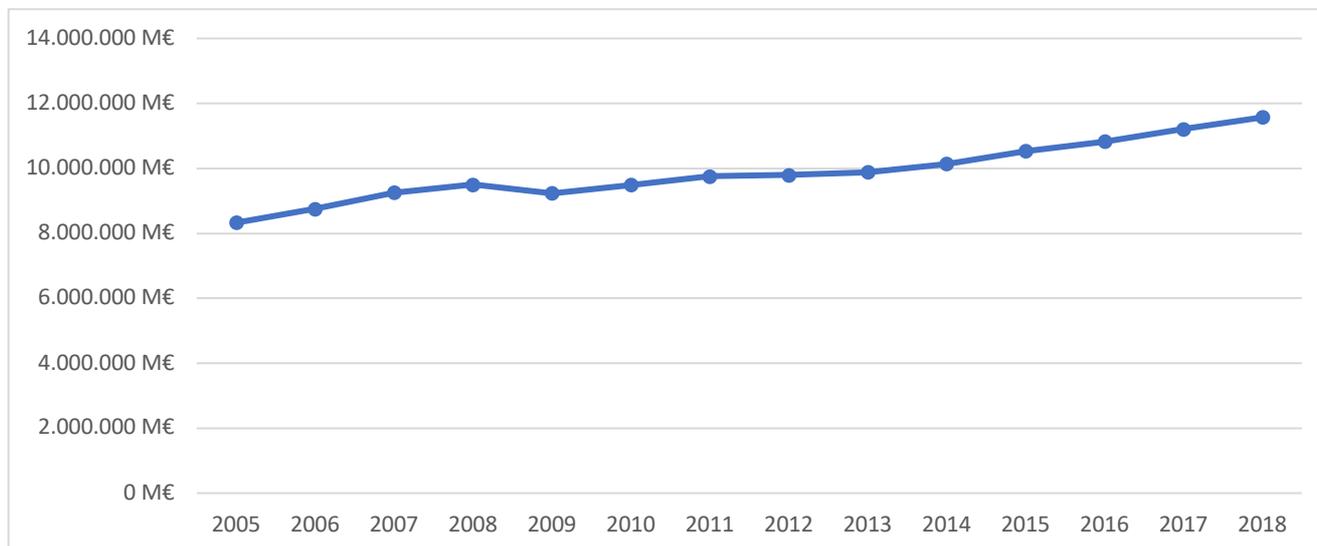
Gráfico 5: Evolución del PIB en EEUU 2005 - 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de: Expansión, datosmacro.com

En el mismo periodo de tiempo, la evolución del PIB en la Unión Europea:

Gráfico 6: Evolución del PIB en la UE



Fuente: Elaboración propia con datos de: *Expansión*, *datosmacro.com*

Como punto de partida hay que señalar que las estructuras de las economías de Estados Unidos y de la Unión Europea son diferentes donde en la primera el peso del consumo privado es muy importante y en la segunda es menos relevante mientras que sube la importancia del gasto público y la inversión.

Partiendo de la base que en Estados Unidos el PIB siempre ha sido superior al de la Unión Europea, es importante ver que en ambos casos debido a todos los acontecimientos que se han visto, se produce una caída de la actividad económica. En Estados Unidos se puede apreciar que la caída fue más severa que en la Unión Europea, pero es que se debe tener en cuenta que se analiza de modo global y algunos de los países de la organización sufrieron mucho más que los americanos como es el caso de Grecia, Irlanda, Portugal o España. Todas las medidas que se han visto tienen una gran importancia y se traducen en los gráficos número cinco y seis, y con el estallido de la crisis, la falta de liquidez, la ausencia de inversiones, etc., todos los valores caen.

Prestando atención a cada una de las variables con las que se trabaja para poder conocer la producción nacional, se puede ver una relación entre lo revisado con anterioridad y la ecuación del PIB. Lo primero de todo es el consumo privado que disminuyó como una

de las consecuencias de la crisis debido a la situación de desempleo e inestabilidad. A través de las ayudas fiscales y de penalizar los depósitos estancados (si es que los bancos aplicaban los tipos negativos a sus clientes), se potenciaba el consumo por parte de las familias y los hogares. Debido a las tasas de desempleo crecientes, el poder adquisitivo medio bajó mucho y tuvieron que producirse ajustes en la mayor parte de la población. Al consumo privado hay que añadir el gasto público que tiene un peso importante en los países de la Unión Europea y que en estos años ha tenido un crecimiento muy significativo y ha sido un soporte para mantener la actividad económica general (Hurd & Rohwedder, 2010).

La segunda variable se trata de la inversión privada que sería la realizada por empresas y particulares. En la mayor parte de los casos la inversión en proyectos no se realiza con capital propio, sino que se busca el apoyo de una financiación ajena. Debido a la falta de confianza y a la frágil situación de los bancos que se vieron obligados a tratar de solventar sus propias situaciones de balance, cayeron las financiaciones a clientes y como consecuencia las inversiones se redujeron al máximo (Ferrari, 2008).

Para que se volviese a conceder crédito se aplicaron las políticas monetarias laxas que llegaron a tipos de interés negativos. La recapitalización de las entidades financieras tenía también un claro objetivo dado que los bancos, al verse respaldados con más capital concederían más crédito. Así se buscó salir del estancamiento financiero y de la falta de inversión (FMI, 2009).

La siguiente variable a tener en cuenta es el gasto público y es difícil realizar una valoración dado que varía en función del país que se desea analizar. La situación ha sido muy diferente en cada uno de los países de Europa donde por ejemplo Alemania ha pasado menos apuros de los que ha sufrido Grecia. Dependiendo de la cultura de los distintos países, el intervencionismo y el gasto público está mejor o peor valorado. En el caso de Estados Unidos, la intervención del gobierno en la economía es mínimo, pero en muchos países europeos es algo muy normal y generalizado. Es por esta razón por la que no entraremos a analizarlo detenidamente en cada uno de los Estados. Es importante tener en cuenta que, en muchos países, el apoyo recibido a través del gasto público ha sido un fuerte motor para la economía. El objetivo fue que, al intervenir, se ha podido crear un aumento en la demanda agregada y en la renta y por otra parte mejorar las infraestructuras para el sostenimiento del sistema a más largo plazo (Cruz & Lapa, 2012). Por último, hay que mencionar que la mayor parte de los Estados tuvieron que endeudarse debido a las

decisiones fiscales que se adoptaron lo que tuvo como consecuencia el incremento de la deuda pública.

Del mismo modo, el comercio exterior es algo difícil de evaluar porque en el caso de la Unión Europea hay un problema añadido. Si se considera como un único estado, sería mucho más fácil dado que es cuestión de ver el comercio con el exterior de la Unión. Sin embargo, si tenemos en cuenta cada Estado y su comercio, el que se realiza dentro del mercado común debería no tenerse en cuenta, pero en PIB sí es importante. Es aquí donde radica la dificultad del análisis.

Volviendo la vista pues a los gráficos previos en los que se puede ver la evolución del PIB desde 2005 hasta el año 2018 se puede apreciar la caída que se vivió con la llegada de la crisis. Desde el año 2009, la economía se ha ido recuperando paulatinamente siendo capaz de volver a los índices de crecimiento que se vivían antes.

Para poder disfrutar de un crecimiento de la economía fue primordial la actuación de la Reserva Federal y del BCE, pero también entró en juego otro actor en el panorama internacional. Se trata del gigante asiático, China. No fue el único dado que India es otro de los países externos a Estados Unidos y Europa que ha ganado importancia en el escenario internacional. En el caso de China, que ha sido el actor más importante, mantuvo su crecimiento incluso durante los periodos más convulsos de la economía mundial, convirtiéndose en uno de los motores que han potenciado la recuperación económica. De hecho, es de los pocos que se ha visto beneficiado de la crisis económica puesto que un gran crecimiento económico logrando una posición a la cabeza de la economía mundial. Merced a su crecimiento económico, se permitió comprar deuda tanto estadounidense como europea y así no solo ayudar a ambas economías a recuperarse, sino ganar influencia y capacidad de presión y negociación en ambos mercados (Expansión, s.f.; Velarde, 2018; Vaswani, 2018).

d. Influencia de los tipos de interés:

El crecimiento económico que se ha visto desde la crisis es irregular. La situación en que se está generando la recuperación no es una situación de mercado normal y habitual. En Estados Unidos se comenzó antes que en Europa el camino a la recuperación económica en todos sus niveles. Se trata de un reflejo de que la economía real esta

volviendo a aumentar y la política de tipos de interés se ajusta a una situación *standard*, aunque en la Unión Europea las subidas se han paralizado y retrasado nuevos cambios para consolidar el crecimiento.

Con una economía en la que los tipos de interés están bajos o incluso en cero, lo que se está potenciando es reactivarla y hacer que tanto empresas como particulares favorezcan la circulación de capital e inviertan. Es necesario que se comience a producir una subida de tipos de interés para que tanto desde los bancos se comience a obtener beneficio como que se empiece a practicar el ahorro privado.

En una economía sana que está funcionando correctamente y en la que la situación es favorable, los tipos de interés suben, del mismo modo que lo hace la inflación en tasas asumibles. Es necesario que se vaya incrementando poco a poco e incluso el mismo mercado es el que pide que se vaya incrementando el tipo de interés. No es una situación normal el hecho de tener unos tipos de interés cercanos a cero o incluso negativos en algunos casos. En estos casos, los movimientos bruscos son problemáticos y son los momentos en los que no es posible un periodo de adaptación a la nueva situación, pero cuando la situación económica general es positiva, conviene que se avance en todos los sentidos (Banco Central Europeo, 2017; Domingo, 2014).

Viendo que la situación estaba mejorando y que la economía se comenzaba a recuperar después de la quiebra de Lehman Brothers y la caída rotunda del mercado estadounidense, la Reserva Federal tomó la decisión de comenzar a incrementar los tipos de interés en diciembre de 2015. Sabiendo que la economía no sube de golpe y que debía subir paulatinamente, no como se hizo en etapas anteriores, se incrementó de un 0% de interés a un 0,25% de interés. Esta subida no muy elevada sirvió para que se comenzase a normalizar la situación económica del país, así como trasladar una previsión de evolución económica futura (Expansión, s.f.c).

Desde que se inició este proceso, en Estados Unidos se ha continuado con el proceso de normalización de la economía a través de la subida paulatina de los tipos de interés. Uno de los objetivos por parte del gobierno americano es el de hacer funcionar al mercado sin la necesidad de tener el apoyo de los tipos de interés bajos. Además, se encuentra en una situación en la que el desempleo está cayendo y por tanto existe un mayor número de personas siendo partícipes de la economía. Otro objetivo paralelo sería incrementar el valor del dólar en un momento en que un duro competidor, China, se ha situado en una

posición fuerte frente a la antigua potencia hegemónica (Expansión, s.f.c; Pardo, 2018; Pozzi, 2005; US Bureau of Labor Statistics, 2019).

Gracias a las medidas económicas que se llevaron a cabo en Estados Unidos y a la capacidad del país, su recuperación se ha llevado a cabo con una mayor rapidez. Las bases asentadas por el presidente Obama, la política que terminó por adoptar la Reserva Federal y las políticas generadoras de empleo, permitió comenzar con este proceso. Se ha conseguido por tanto alcanzar una fase de recuperación económica y financiera donde la tasa de crecimiento del PIB está en positivo y alrededor del 2% y con un desempleo localizado alrededor del 4% después de haber alcanzado el 10%, cifra muy elevada en Estados Unidos (Banco Mundial, 2019b; Bureau of Labour Statistics, 2019; Bermúdez, 2017; Wolf, 2017).

Desde la perspectiva europea la situación es sensiblemente distinta. En este caso, los tipos de interés que cayeron drásticamente con el impacto de la crisis no llegaron al 0% hasta el año 2016 (Expansión, s.f.b). A pesar de tratarse de la mayor unión política y económica que hay actualmente en el mundo, la Unión Europea no deja de ser una Organización Internacional formada por países con distintas características, situaciones e intereses. Sabiendo que el impacto ha sido muy diferente en función del país, se puede comprobar que en la zona euro, la salida de la crisis y la vuelta a la normalidad se está ralentizando y llegando a ser difícil en algunos territorios.

Tal es el impacto que ha tenido la crisis en la Unión Europea que se ha puesto en duda en numerosas ocasiones durante estos años, la continuidad del euro e incluso de su integridad con el referéndum del Brexit que se mantiene en una posición indefinida hoy en día. Respecto a la moneda, Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, ha tenido un papel muy importante y es en cierto modo la razón de que los tipos de interés se viesen implicados en esta evolución a la baja sin recuperarse al ritmo americano y por otra parte que se buscase la fuerte refinanciación de los bancos (González-Páramo, 2016).

e. La economía hoy:

La toma de decisiones, las políticas aplicadas, la evolución económica y la interacción entre Estados es lo que nos ha llevado a la situación actual. Parece que los distintos mecanismos de defensa que se han aplicado han sido en general efectivos y que

se ha realizado un aprendizaje de los errores cometidos. Además, la situación en la que estaba sumido el mundo requería una reacción por parte de los agentes privados para poder sobreponerse a la recesión global.

Desde las empresas se han producido diversos cambios para poder sobrevivir a este tiempo donde la demanda ha pasado de tener unos índices muy elevados a ser mucho menores debido a la situación de los consumidores. La falta de liquidez fue otro factor al que se tuvieron que enfrentar las compañías en ese momento. Se comenzó a realizar una reestructuración de la deuda bancaria y a negociar diferentes métodos de pago para poder superar el momento de falta de liquidez. El dinero depositado en los depósitos se comenzó a utilizar y al retirarlos se conseguía tener algo de liquidez en los balances para hacer frente a pagos (Hurd & Rohwedder, 2010; Ferrari, 2008). Es uno de los motivos que han llevado a que hoy en día la deuda sea algo que se toma con más cuidado, el elevado endeudamiento ha sido un grave problema en estos años y provocaron la quiebra de muchas empresas y particulares.

Por la partida de los costes, era necesario realizar ajustes y disminuirlos al máximo. Empieza a producirse desde las empresas una sucesión de análisis y de medidas que buscan reducir costes, llegando incluso al extremo de surgir compañías cuya característica principal es la de ser capaz de tener el menor coste del sector como por ejemplo Ryanair. En esta búsqueda de reducción de costes, hay un punto muy importante que es un factor determinante en el estado de la economía actual, los salarios. Se tuvieron que ver reducidos con la llegada de la crisis para poder mantener el número de empleados y seguir con el funcionamiento de la compañía. Además, de los despidos que se produjeron, muchos empleados vieron como sus salarios se veían reducidos y con ellos su poder adquisitivo (Hurd & Rohwedder, 2010; Salvador, 2019; Llaneras, 2017).

Durante este periodo de tiempo no sólo se ha producido un aprendizaje desde la perspectiva del sector privado, sino que los agentes públicos han tenido que cambiar aquellos aspectos que no habían resultado efectivos o que no estaban funcionando acorde a lo que demandaba la situación. El hecho de que se produzcan periodos de recesión no se va a poder evitar puesto que no deja de ser algo implícito a la evolución y el funcionamiento de la economía y que permiten sanear excesos de épocas de bonanza. La diferencia, o la tarea pendiente hasta ahora era la de evitar que eso evolucionase y terminase por traducirse en un estado de crisis y especialmente en una global. Se producen así motivos por los que los gobernantes han aprovechado este tiempo para cambiar el

marco regulatorio y así intentar mitigar o evitar consecuencias como las vividas en estos últimos años de cara al futuro.

La laxitud en la regulación en 2007 fue uno de los agravantes de la crisis y es el motivo de la búsqueda de mejora además del endurecimiento en ciertos aspectos del marco regulatorio. Uno de los grandes problemas fue la valoración del riesgo de crédito de los activos que se estaban introduciendo en el mercado, las hipotecas *subprime*. Estos activos eran muy arriesgados y no estaban valorados como tal debido al sistema de valoración que se estaba empleando, que no tenía en cuenta muchos factores muy importantes en estos casos a largo plazo como es el riesgo sistémico (Vives, 2010).

Además, existía un factor agravó la crisis, que fue la falta de información debido a la opacidad del mercado en el que se comerciaba con estos activos financieros. Esto lleva a que las empresas calificadoras de *rating* no hayan tenido una regulación o un seguimiento que actuase como supervisión del trabajo que se estaba haciendo. Para no repetir el mismo error, se han aumentado las revisiones del trabajo y las inspecciones para evitar que se minusvalore el riesgo de nuevo. Lo más importante derivado de mejorar el sistema de supervisión es que de esta manera, tanto los agentes partícipes de los movimientos en los mercados de capitales como los bancos centrales y reguladores tienen una mayor cantidad de información del mercado y así evitar caer todos en el mismo error como fue el de las inversiones masivas en estos paquetes de hipotecas o la minusvaloración generalizada del riesgo (Vives, 2010).

Pero los bancos centrales no solo situaron el foco de atención en los bancos de inversión y las compañías de *rating*, sino que también se vieron afectados los bancos comerciales, aquellos a los que tuvieron que rescatar y que aportar grandes cantidades de dinero para capitalizarlos. La falta de liquidez fue un factor determinante para el estallido de la crisis mundial y es que el nivel de endeudamiento había sido excesivo. Desde los bancos, se ha hablado del elevado nivel de apalancamiento que llegaron a alcanzar sin mantener unos niveles de liquidez que pudiesen solventar posibles problemas futuros. Por este motivo aumentaron los niveles de efectivo que debían mantener los bancos. Se exige una red de seguridad y sujetarse a una inspección por parte de las entidades reguladoras de tal manera que estén más preparados ante posibles infortunios (Vives, 2010; Pineda, 2011).

Al mismo tiempo que se estaba regulando esto, los bancos fueron los que adoptaron una posición distinta de cara a todos aquellos que pedían deuda. Las condiciones se hicieron más estrictas y los propios bancos se tomaron un tiempo en reactivar la concesión de

créditos. Fue un periodo en el cual se complicó la entrega de dinero y poco a poco ha ido cambiando la situación, pero ahora existe una mentalidad de mayor precaución de cara a estar excesivamente apalancado. Esto ha sido así especialmente con particulares, pero de igual manera con las empresas (Vives, 2010; Álvarez, 2008).

Por tanto, se incrementan los requisitos de capital y de liquidez exigidos a las entidades bancarias de tal manera que el mercado está más regulado. La libertad existente en el mercado permitió que se creasen los nuevos activos financieros y que se comerciase con ellos de un modo mucho más libre del que ahora sería posible. Es un reflejo del aprendizaje que se ha producido en estos años (Vives, 2010).

Acompañando a esta serie de cambios institucionales que han formado la economía actual, existe uno que la modela y caracteriza, el desarrollo tecnológico. En los últimos años se ha producido un progreso muy importante y a una velocidad mucho mayor de lo que se había experimentado hasta el momento. Con estos avances y la irrupción de internet de forma masiva, la información a la que se tiene acceso es mucho mayor de la que se puede abarcar y las posibilidades se han multiplicado. Existen empresas que han sido capaces de aprovechar este impulso y que gracias a estos avances han tenido cabida como es el ejemplo de Google o Amazon (Schwab, 2016).

Los nuevos avances han permitido que la productividad haya aumentado y que los costes hayan disminuido. Una gran parte de la fuerza de trabajo ha sido sustituida por maquinaria y, del mismo modo en que cambiase el sistema con la Primera Revolución Industrial y la entrada de la máquina de vapor, la inversión en maquinaria queda plenamente compensada por la mejora de la productividad. Esto lleva a que se destruyan muchos puestos de trabajo como bien se ha criticado y a que se produzcan numerosos despidos por parte de las empresas. Esto no quiere decir que no existan puestos de trabajo, sino que con la irrupción de las máquinas lo que se ha producido es una demanda de nuevos trabajos de tal manera que al mismo tiempo que se destruyen unos, van surgiendo otros nuevos que antes no existían (Schwab, 2016).

De igual manera que afecta a la producción, los avances han contribuido a que se incremente la interconexión entre las economías de los diferentes Estados. En este caso, algo que va a afectar y es una potencial amenaza y al mismo tiempo que una posible oportunidad, es el crecimiento económico de los países emergentes. Gracias a las nuevas tecnologías, están mucho más cerca de las antiguas potencias económicas y están logrando avances muy importantes siendo ya considerados en muchos casos como

potencias. Si bien la asociación que se hace con los BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) es de países emergentes, nadie duda de la potencia que es China por situar un ejemplo (Schwab, 2016; Casanova, 2011).

Se trata de una amenaza porque las antiguas economías se están encontrando con nuevos competidores y por otra parte es una oportunidad al poder ampliar el mercado al que dirigir la producción. En este nuevo entorno van a afectar las políticas que vayan adoptando los distintos países como por ejemplo el proteccionismo de China, o las reservas de gas de Rusia y su entrada en el mercado. Gracias a los avances de la ciencia y a los nuevos mercados que se están abriendo paso en el comercio mundial, se brindan nuevas posibilidades de crecimiento (Schwab, 2016; Casanova, 2011; Fariza, 2018).

Todo esto se ha visto traducido en la situación actual donde la economía crece nuevamente y la recuperación es una realidad. Si bien es cierto que no ha ocurrido del mismo modo en todas partes, en términos generales es cierto que comienza a ser una realidad. Esta recuperación no implica que la situación sea la igual a la de los años previos a 2007 debido a los cambios que se han mencionado, pero sí el crecimiento y la situación de economía “sana” como la denominan muchos periodistas.

La mayor potencia económica mundial que es Estados Unidos vemos como tiene un PIB per capita que ha estado creciendo desde 2009 y se situó en 2017 en los 59.927,93\$. En el caso de la Unión Europea es más difícil debido a que se trata de una unión heterogénea de países. El PIB per capita de toda la Unión se situaba en 2017 en los 33.836,45\$. Esta cifra es la media de todos los países puesto que grandes potencias europeas como Alemania se situaría en los 44.665,51\$. Aunque difieran, la gran diferencia entre Europa y Estados Unidos reside en que, tanto en la Unión como entidad global, como en los países europeos, el PIB per capita no está creciendo de un modo constante, sino que se encuentra en un estado de oscilación donde cada año está creciendo y disminuyendo dentro de un determinado rango (Banco Mundial, 2019c).

Parte de la influencia en este crecimiento se debe al autoempleo que ha surgido como una posible solución. Tanto el emprendimiento y las empresas de nueva creación, como la aparición de autónomos ha crecido en relación con la situación que había antes de la crisis. Un ejemplo está en Reino Unido, donde en 2014 había casi 750.000 trabajadores independientes más que en 2008. Es importante tener en cuenta que las nuevas tecnologías han sido de gran utilidad y especialmente internet puesto que ha permitido una mayor flexibilidad laboral y creación de nuevos trabajos como por ejemplo los

conocidos *youtubers*, *instagramers*, etc. Este fenómeno no eclipsa al resto de profesionales que han tomado la iniciativa a través de *start-ups* o del trabajo como autónomos (Henley, 2017).

En todo caso, nos encontramos en una situación estable con dos perspectivas en los países occidentales. Por un lado, Estados Unidos que ha conseguido alcanzar una situación de recuperación de la crisis con unos tipos de interés más elevados un crecimiento de su economía de forma constante. En Europa en cambio se observa una economía estable, con unos tipos de interés aún negativos que son los que están permitiendo que la economía avance, aunque en una situación de debilidad y sin un crecimiento claro. En algunos Estados se ha producido una recuperación mayor que en otros, de igual manera que la crisis no afectó por igual a todos ellos.

9. CONCLUSIÓN

La crisis económica que comenzó en 2007 ha sido un punto de inflexión en la historia económica mundial. Las repercusiones y el alcance que ha tenido no se habían presenciado hasta entonces, concretadas en la velocidad de contagio desde su origen en Estados Unidos al resto de economías y por la influencia de las nuevas tecnologías que no existían o no tenían el desarrollo necesario como sí ha ocurrido en esta crisis. Se inició este trabajo con un objetivo, el de analizar si era posible que se produjese una nueva crisis igual a la vivida, y para poder dar respuesta a dicho objetivo se va a retomar alguna de las ideas que se han desarrollado a lo largo de este documento.

La mayor parte de los autores sitúan como uno de los culpables de la crisis a las hipotecas *subprime* y otro de ellos la burbuja inmobiliaria. El primero debe tomarse como el detonante de la situación posterior. En el caso de la burbuja inmobiliaria es fruto de la situación económica de prosperidad que había y de la fuerza del mercado de vivienda unido a unos tipos de interés bajos que permitían la entrada a un mayor número de inversores.

Hay dos aspectos adicionales a considerar si queremos analizar los motivos de la crisis. Los dos problemas fueron: el elevado nivel de endeudamiento y el exceso de confianza. Ambos están muy relacionados y son causantes de la gravedad con la que se desarrollaron los hechos y guardan también relación con las razones generalmente aceptadas. Su relación reside en la necesidad de financiación por parte del mercado inmobiliario y debido a la confianza que había, la concesión de hipotecas *subprime* tan elevada que hubo.

La relación se concreta en que debido a la situación que se estaba viviendo de elevada demanda y a los bajos tipos de interés, el endeudamiento por parte de empresas y particulares aumentó. Este volumen de deuda estaba sostenido por la confianza en que se podría devolver y en la situación económica. Desde la perspectiva de los prestatarios y los prestamistas, debido a la realidad que se vivía se minusvaloraron los riesgos que se estaban asumiendo y se continuó con el proceso de apalancamiento.

En el momento del estallido, la principal tarea fue la de adoptar decisiones para la recuperación económica. Para tal propósito, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo decidieron elaborar una política monetaria coordinada de disminución de tipo de interés y el apoyo a los bancos y al sistema financiero. La intención de estas dos

medidas fue la de fomentar la circulación de dinero y la confianza en el mercado y las instituciones financieras.

Este aspecto de la confianza en los mercados, instituciones, participantes y reguladores resultó muy deteriorado en la crisis y es fundamental para el correcto funcionamiento de la economía en general. Por ello la toma de medidas que restableciesen la situación de confianza anterior era importante y urgente. Las actuaciones llevadas a cabo han conseguido restaurarla y se puede decir que su funcionamiento ha vuelto a niveles previos al 2007.

Puesto que la política monetaria no iba a ser suficiente para llevar a cabo la recuperación, los gobiernos tuvieron que desarrollar distintas actuaciones atajar la subida del desempleo e incentivar el aumento de la productividad. Se producen dos entornos económicos distintos. En Estados Unidos las medidas se centraron en el fomento de la actividad económica a través de los agentes privados mediante la disminución de la carga fiscal. En el caso de la Unión Europea, a pesar de la heterogeneidad que la caracteriza, se produjo una aplicación general de políticas que fomentasen la actividad económica a través del gasto público.

Gracias al conjunto de medidas que se adoptaron, la situación se ha ido revertiendo. El siguiente paso a tomar fue el desarrollo de mecanismos que permitiesen que no se volviese a producir la misma situación evitando repetir los dos errores que agravaron la situación de crisis. Para lograr este propósito se desarrollaron cambios en la regulación haciéndola más severa teniendo tres aspectos principales: disminuir los límites de apalancamiento que una empresa podía soportar, mejorar la transparencia de las compañías de cara a la información que proporcionan y por último una mayor supervisión por parte de órganos gubernamentales.

A estos cambios en el ámbito empresarial se les deben sumar dos factores. Uno de ellos es el aprendizaje que se ha producido por parte de las compañías y los particulares debido a la experiencia de supervivencia de la crisis. El otro factor es el desarrollo tecnológico que se ha producido en los últimos años. Gracias a la irrupción de internet y la expansión de fuentes de información que existe actualmente, las posibilidades se han multiplicado y han surgido gracias a ello nuevas oportunidades que antes no existían.

Dando como premisa que ninguna crisis es igual a la anterior, los periodos de enfriamiento o de recesión son naturales y no se pueden evitar, sólo en cierta medida

prever o intuir. Las medidas adoptadas lo que buscan es que no se produzca una expansión global y limitar su repercusión y gravedad. La verdadera tarea no es la de evitar que tengan lugar sino la de aprender del pasado y reaccionar de la manera más rápida y eficaz posible. Gracias a la experiencia que se ha adquirido y a las nuevas medidas que se han tomado, se espera que se asuman los periodos adversos con más facilidad y en una mejor situación de manera que las crisis sean por periodos más breves y de intensidad más baja. Por tanto aunque pueda producirse una nueva crisis, no será igual a la anterior y gracias a los mecanismos adoptados, se afrontará desde una situación de mayor preparación.

10. BIBLIOGRAFÍA

Álvarez, J. A. (2008). La banca española ante la actual crisis financiera. *Estabilidad financiera*, 15, págs. 21-38.

Ball, L. (julio de 2016). The FED and Lehman Brothers: Introduction and Summary. *NBER Working Paper*, 22410, págs. 1-16.

Banco Central Europeo (8 de mayo de 2017). *¿Por qué es importante la estabilidad de precios?* Recuperado el 28 de mayo de 2019 de [ecb.europa.eu: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.es.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.es.html)

Banco Mundial. (2019a). *GDP (current US\$)*. Recuperado el 12 de mayo de 2019, de [data.worldbank.org: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US)

Banco Mundial. (2019b). *GDP growth (annual %)*. Recuperado el 12 de mayo de 2019, de [data.worldbank.org: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=US](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=US)

Banco Mundial. (2019c). *GDP per capita (current US\$)*. Recuperado el 25 de mayo de 2019, de [data.worldbank.org: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=PL-GR-PT-DE-EU](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=PL-GR-PT-DE-EU)

Bauman, Z., & Bordoni, C. (2014). *Estado de crisis*. Barcelona, Buenos Aires, México: Paidós.

BCE. (2010). *La Respuesta del BCE a la crisis financiera*. Banco Central Europeo.

Bermúdez, Á. (19 de enero de 2017). *7 cosas que cambiaron en Estados Unidos durante el gobierno de Barack Obama*. Recuperado el 10 de abril de 2019, de [bbc: https://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-38626482](https://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-38626482)

Blackburn, R. (2008). La crisis de las hipotecas subprime. *New left review*, 50, págs. 53-96.

Bureau of Labour Statistics. (2019). *Labor Force Statistics from the Current Population Survey*. Recuperado el 12 de mayo de 2019, de [data.bls.gov: https://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet](https://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet)

CaixaBank. (s.f.). *El Aula del Accionista*. Recuperado el marzo de 2019, de CaixaBank: https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/AprendaConCaixaBank/aula_779.pdf

Calomiris, C. W., & Wallison, P. J. (23 de September de 2008). Blame Fannie Mae and Congress For the Credit Mess. *The Wall Street Journal*.

Casanova, L. (marzo de 2011). El ascenso de las multilatinas en la economía mundial. *La nueva geografía de la internacionalización*, 859, págs. 21-31.

Chesnais, F. (2008). El fin de un ciclo. Alcance y rumbo de la crisis financiera. *Filosofía, política y economía en el Laberinto*, 26-27, págs. 69-86.

Cruz, M., & Lapa, J. (enero de 2012). Crisis y recuperación económica: el papel de la política fiscal. *Revista Problemas del Desarrollo*, 168(43), págs. 95-116.

Cypher, J. M. (mayo de 2009). La economía de Estados Unidos: ¿Hacia el precipicio o caída libre? *Ola financiera*, 2(3), págs. 42-51.

Domingo, J. A. (23 de marzo de 2014). *Mejor con un poco de inflación*. Recuperado el 7 de marzo de 2019, de El País: https://elpais.com/economia/2014/03/21/actualidad/1395407901_204082.html

EFE. (9 de agosto de 2007). *BNP Paribas suspende temporalmente tres fondos por la crisis hipotecaria en EE UU*. Recuperado el 2 de marzo de 2019, de El País: https://elpais.com/economia/2007/08/09/actualidad/1186644784_850215.html

Expansión. (s.f.a). *PIB de China*. Recuperado el 18 de marzo de 2019, de datosmacro: <https://datosmacro.expansion.com/pib/china>

Expansión. (s.f.b). *Tipos del BCE - Banco Central Europeo*. Recuperado el 24 de marzo de 2019, de Expansión datosmacro: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/zona-euro>

Expansión. (s.f.c). *Tipos de la Reserva Federal de USA*. Recuperado el 24 de marzo de 2019, de Expansión datosmacro: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/usa>

Expansión. (2019a). *PIB de Estados Unidos*. Recuperado el 20 de febrero de 2019, de Expansión datosmacro: <https://datosmacro.expansion.com/pib/usa>

Expansión. (2019b). *PIB de la Zona Euro*. Recuperado el 20 de febrero de 2019, de Expansión datosmacro: <https://datosmacro.expansion.com/pib/zona-euro>

Farías, P. (julio de 2014). Divulgación del valor en riesgo (VaR) previo a la crisis en el sector bancario español. *AD-minister*, 25, págs. 37-47.

Fariza, I. (25 de febrero de 2018). *La remontada de los países emergentes*. Recuperado el 30 de marzo de 2019, de El País: https://elpais.com/economia/2018/02/23/actualidad/1519380339_401396.html

Ferrari, C. (16 de diciembre de 2008). Tiempos de incertidumbre. Causas y consecuencias de la crisis mundial. *Revista de Economía Institucional*, 10(19), págs. 55-78.

FMI. (2009). *Global Financial Stability Report. Navigating the Financial Challenges Ahead*. Fondo Monetario Internacional.

Gastón, L. (s.f.). *Cómo calcular el PIB*. Recuperado el 18 de marzo de 2019, de BBVA: <https://www.bbva.com/es/tres-metodos-calcular-pib/>

González-Páramo, J. M. (enero de 2016). El BCE y la unión bancaria: hacia una Europa más integrada y resistente. *Cuadernos de Información económica*, 250, págs. 131-143.

Greenspan, A. (2010). La crisis. *Revista de economía institucional*, 12, págs. 15-60.

Hellwig, M. F. (2009). Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime-mortgage financial crisis. *De Economist*, 157, págs. 129-207.

Henley, A. (2017). The post-crisis growth in the self-employed: volunteers or reluctant recruits? *Regional Studies*, 51(9), págs. 1312-1323.

Hurd, M. D., & Rohwedder, S. (septiembre de 2010). Effects of the financial crisis and great recession on American households. *National Bureau of Economic Research*, 16407, págs. 2-44.

IEB. (18 de septiembre de 2018). *Instituto de Estudios Bursátiles*. Recuperado el Enero de 2019, de <https://www.ieb.es/tiempo-de-conceptos-que-son-las-hipotecas-subprime/>

Kensil, S., & Margraf, K. (2012). The Advantage of Failing First: Bear Stearns v. Lehman Brothers. *Journal of applied finance*, 2, págs. 1-17.

Llaneras, K. (6 de enero de 2017). *Los salarios antes, durante y después de la crisis*. Recuperado el 29 de marzo de 2019, de El País: https://elpais.com/politica/2017/01/06/ratio/1483702101_117158.html

Machinea, J. L. (Abril de 2009). La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica. *Revista Cepal*, 97, págs. 33-56.

Mishkin, F. S. (enero de 2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), págs. 49-70.

Moral, C. (julio de 2012). Las crisis económicas. Una opción de posible metodología para su estudio. Antecedentes y factores financieros de influencia en la crisis iniciada en 2008. *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 83-84, págs. 239-272.

Moya, O. (abril de 2010). Lehman Brothers: un antes y un después. *En Portada*, págs. 23-28.

Mundial, B. (2019). *PIB (US\$ a precios actuales)*. Recuperado el 4 de abril de 2019, de datos.bancomundial.org:
<https://datos.bancomundial.org/indicador/ny.gdp.mktp.cd?end=2007&start=2000&view=chart>

Nadal, A. (2008). La crisis financiera de Estados Unidos. *Boletín económico de ICE*, 2953, págs. 19-30.

Nemecek, P., & Kocmanova, A. (2009). Economic crisis and social responsibility. *Economics & management*, 14, págs. 323-327.

Pardo, P. (19 de diciembre de 2018). *La Reserva Federal de EEUU eleva los tipos de interés hasta el 2,5% pero enfría las expectativas para 2019*. Recuperado el 24 de marzo de 2019, de El Mundo: <https://www.elmundo.es/economia/empresas/2018/12/19/5c1a98b0fdddff8b08b462d.html>

Pineda, L. (2011). La crisis financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional. *Revista Aequitas*, 1, págs. 129-214.

Pozzi, S. (01 de julio de 2005). *La Reserva Federal sube los tipos de interés en EE UU hasta el 3,25%*. Recuperado el 22 de february de 2019, de el País: https://elpais.com/diario/2005/07/01/economia/1120168803_850215.html

RAE. (2019). *Real Academia Española*. Recuperado el 12 de 2018, de Diccionario de la Lengua Española: <https://dle.rae.es/?id=BHwUydm>

Reserva Federal. (2019). *Policy Tools, Open Market Operations*. Recuperado el 12 de mayo de 2019, de [federalreserve.gov: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm)

Salvador, R. (17 de enero de 2019). *La recuperación de los salarios medios no llegará tampoco en el 2019*. Recuperado el 29 de marzo de 2019, de La Vanguardia: <https://www.lavanguardia.com/economia/20190107/453971553984/salarios-espana-mercados-evolucion-2019.html>

Sandoval, E., & Urrutia, P. (2011). El Efecto de la Crisis Financiera Subprime en los Mercado Accionarios Desarrollados: Estimaciones Aparentemente No Relacionadas SUR Versus. *Revista Internacional Administración & Finanzas*, 4(1), págs. 1-18.

Schwab, K. (2016). *La Cuarta Revolución Industrial*. (PORTAFOLIO, Trad.) DEBATE.

Sevilla, A. (s.f.). *Política de Tipos de Interés Negativo*. Recuperado el 16 de marzo de 2019, de Economipedia: <https://economipedia.com/definiciones/politica-de-tipos-de-interes-negativos.html>

Steinberg, F. (16 de octubre de 2008). La crisis financiera mundial: causas y respuesta política. *Economía y comercio internacional: ARI*, 126, págs. 1-8.

S&P 500 Gráficos Streaming. (2019). Recuperado el 12 de marzo de 2019, de Investing.com: <https://es.investing.com/indices/us-spx-500-chart>

S&P Dow Jones Indices LLC. (diciembre de 2018). *S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index*. Recuperado el 10 de marzo de 2019, de FRED Economic Data: <https://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA>

S&P Global Ratings. (31 de octubre de 2018). *Standard and Poor's*. Recuperado el 24 de febrero de 2019, de https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF;jsessionid=30A19D1382A

45F87B1E8989ADFA84BD1?articleId=2148473&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION

S&P. (s.f.). *S&P CoreLogic Case-Shiller 20-City Composite Home Price NSA Index*. Recuperado el 3 de marzo de 2019, de S&P Dow Jones Indices: <https://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-corelogic-case-shiller-20-city-composite-home-price-nsa-index>

US Bureau of Labor Statistics. (2019). *United States Unemployment Rate*. Recuperado el 10 de marzo de 2019, de Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>

Vaswani, K. (17 de septiembre de 2018). *Cómo la crisis financiera ayudó al crecimiento económico de China*. Recuperado el 18 de marzo de 2019, de BBC: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-45512945>

Velarde, G. (30 de julio de 2018). *China supera a Estados Unidos como principal motor de la economía mundial*. Recuperado el 18 de marzo de 2019, de El Economista: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/9304231/07/18/China-supera-a-Estados-Unidos-como-principal-motor-de-la-economia-mundial.html>

Vives, X. (septiembre de 2010). La crisis financiera y la regulación. *IESE Occasional Paper*, 179, págs. 3-14.

Wolf, M. (11 de enero de 2017). *El legado económico de Barack Obama*. Recuperado el 10 de abril de 2019, de expansion.com: <http://www.expansion.com/opinion/2017/01/11/58753a1322601dae288b45eb.html>

Zingales, L. (6 de octubre de 2008). Causes and Effects on the Lehman Brothers Bankruptcy. *Committee on Oversight and Government Reform United States House of Representatives*.

ANEXOS

Evolución del PIB en Estados Unidos entre 2005 y 2018

Estados Unidos	PIB	% variación
2018	17.358.679 M€	2,9%
2017	17.248.296 M€	2,2%
2016	16.900.533 M€	1,6%
2015	16.421.181 M€	2,9%
2014	13.189.085 M€	2,5%
2013	12.638.280 M€	1,8%
2012	12.606.631 M€	2,2%
2011	11.165.661 M€	1,6%
2010	11.308.818 M€	2,6%
2009	10.359.120 M€	-2,5%
2008	10.003.264 M€	-0,1%
2007	10.544.984 M€	1,9%
2006	11.002.389 M€	2,9%
2005	10.478.740 M€	3,5%

Fuente: Expansión, datosmacro.org

Evolución del PIB en la Unión Europea entre 2005 y 2018

Unión Europea	PIB	% variación
2018	11.569.832 M€	1,8%
2017	11.205.248 M€	2,4%
2016	10.827.689 M€	2,0%
2015	10.534.681 M€	2,1%
2014	10.138.607 M€	1,4%
2013	9.886.245 M€	-0,3%
2012	9.791.359 M€	-0,9%
2011	9.754.122 M€	1,6%
2010	9.491.672 M€	2,1%
2009	9.236.389 M€	-4,4%
2008	9.501.080 M€	0,4%
2007	9.257.088 M€	3,0%
2006	8.752.407 M€	3,2%
2005	8.325.996 M€	1,6%

Fuente: Expansión, datosmacro.org