



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ANÁLISIS DE LOS PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS ANTES Y DESPUÉS DE LA BURBUJA FINANCIERA EN ESPAÑA

Qué nos dicen las variables afectadas

Autor: África Espinosa de los Monteros de Orueta

Director: Natalia Cassinello Plaza

Madrid

Abril 2014

África
Espinosa de los
Monteros
De Orueta

**ANÁLISIS DE LOS PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS ANTES Y DESPUÉS DE LA
BURBUJA FINANCIERA EN ESPAÑA. QUÉ NOS DICEN LAS VARIABLES AFECTADAS.**



Resumen

La reciente crisis financiera ha puesto en evidencia la importancia de los sectores de la construcción y de la banca en la economía española. Estos sectores tenían un peso en el PIB superior a la media europea y por ello el estallido de la burbuja inmobiliaria tuvo consecuencias tan negativas en la economía. Ante esta situación surge la necesidad de analizar si las variables económicas y financieras que en 2007 mostraban una situación crítica en los sectores de la banca y de la construcción muestran seis años después una corrección adecuada a un crecimiento sostenible. Los datos demuestran que algunas variables se han ajustado y presentan una corrección hacia valores sostenibles acordes a un crecimiento económico. En el sector construcción, la reducción de la actividad y el reajuste de precio y número de viviendas tienen una tendencia positiva hacia valores sostenibles. En este mismo sentido, apoyan el crecimiento la combinación de la política fiscal con una política monetaria preocupada por la inflación y los bajos tipos de interés (aunque son fruto de la intervención del Banco Central Europeo). El sector bancario, por su parte, está reduciendo su actividad y reajustando sus fuentes de financiación hacia un mayor equilibrio financiero. Sin embargo, el endeudamiento de las familias, el mercado hipotecario y la regulación de las agencias de calificación continúan necesitando un reajuste para la recuperación de la economía española.

Palabras clave: Crisis financiera, burbuja inmobiliaria, sector construcción, sector bancario, crecimiento sostenible y recuperación económica

Abstract

The recent financial crisis has highlighted the importance of the construction and banking sectors in the Spanish economy. These sectors had a higher contribution to GDP than the European average and therefore the bursting of the housing bubble had such a negative impact on the economy. In this situation there is a need to analyse if the economic and financial variables that in 2007 showed a critical situation in the banking and the construction sectors, present a suitable correction to sustainable growth six years later. Data suggests that certain variables have been adjusted and show a correction towards consistent values that follow economic growth. In the construction sector, the reduction of the activity and the readjustment of price and number of housing present a positive trend towards sustainable values. In this sense, the combination of a fiscal policy with a monetary policy concerned about inflation and low interest rates (although they come from an action of the European Central Bank) also support growth. The banking sector is reducing its activity and resetting its funding sources towards greater financial stability. However, household debt, the mortgage market and the regulation of rating agencies continue to require an adjustment in order to reach the recovery of the Spanish economy.

Keywords: Financial crisis, housing bubble, construction sector, banking sector, sustainable growth and economic recovery.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Objetivo del estudio e hipótesis.....	2
1.2. Metodología	2
2. ANÁLISIS DEL VALOR Y EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS ANTES DE LA CRISIS	4
2.1. Tipos de interés	5
2.2. Inflación	7
2.3. Liquidez	8
2.4. Dependencia de la financiación mayorista y endeudamiento bancario de promotores y familias	8
2.4.1. Dependencia de la financiación de mercados mayoristas	9
2.4.2. Crédito promotor.....	10
2.4.3. Deuda bancaria de las familias españolas	12
2.5. Burbuja inmobiliaria	13
2.6. El mercado hipotecario.....	17
2.7. Contratación en el sector de la construcción	19
2.8. Contratación en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas.....	20
2.9. Número de sucursales	21
2.10. Flujos migratorios.....	22
2.11. El papel de las agencias de calificación.....	23
3. CLASIFICACIÓN DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS	24
3.1. Variables macroeconómicas.....	24
3.2. Variables del sector bancario.....	24
3.3. Variables del sector construcción	25
3.4. Otras variables relacionadas con los sectores	26
4. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LOS INDICADORES Y SOSTENIBILIDAD DE LAS MEJORAS Y MEDIDAS ADOPTADAS	27
4.1. Tipos de interés	27
4.2. Inflación	28
4.3. Liquidez	30
4.4. Dependencia de la financiación mayorista y endeudamiento bancario de promotores y familias	31
4.4.1. Dependencia de la financiación de mercados mayoristas	31
4.4.2. Crédito promotor.....	33
4.4.3. Deuda bancaria de las familias españolas	36
4.5. Burbuja inmobiliaria	38
4.6. El mercado hipotecario.....	40
4.7. Contratación en el sector de la construcción	42
4.8. Contratación en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas.....	44
4.9. Número de sucursales	45
4.10. Flujos migratorios.....	47
4.11. La problemática de la responsabilidad de las agencias de calificación	48
5. CONCLUSIONES	52
6. BIBLIOGRAFÍA	55

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Evolución de los tipos del Euribor a 12 meses antes de la crisis.	6
Gráfico 2. Ratio préstamos concedidos/ Depósitos de clientes antes de la crisis.....	10
Gráfico 3. Evolución de los préstamos al sector inmobiliario antes de la crisis en miles de euros.....	11
Gráfico 4. Evolución de la aportación del sector construcción de viviendas al PIB español antes de la crisis en millones de euros.....	12
Gráfico 5. Evolución de la deuda bancaria de las familias antes de la crisis en millones de euros.....	12
Gráfico 6. Evolución de los ratios deuda bancaria/ depósitos y deuda bancaria/ renta bruta disponible de las familias antes de la crisis.....	13
Gráfico 7. Evolución del precio medio de la vivienda antes de la crisis.....	14
Gráfico 8. Evolución del precio medio de la vivienda por m ² antes de la crisis.	14
Gráfico 9. Contrataciones para obra nueva de vivienda antes de la crisis.....	15
Gráfico 10. Contrataciones para ampliar vivienda antes de la crisis.....	15
Gráfico 11. Contrataciones para reformar y/o restaurar vivienda antes de la crisis.....	16
Gráfico 12. Evolución de la producción y el consumo aparente de cemento antes de la crisis en miles TM.	16
Gráfico 13. Hipotecas concedidas por importe antes de la crisis en miles de euros.	18
Gráfico 14. Hipotecas concedidas por número antes de la crisis.	19
Gráfico 15. Evolución de la afiliación al Sistema de la Seguridad Social de los trabajadores de la construcción antes de la crisis	19
Gráfico 16. Evolución del número de empleados en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas antes de la crisis	20
Gráfico 17. Evolución del número de empleados por sucursal de bancos, cajas de ahorro y cooperativas antes de la crisis.....	21
Gráfico 18. Evolución de la variación anual de sucursales y la inversión crediticia antes de la crisis.	22
Gráfico 19. Evolución de los tipos del Euribor a 12 meses desde el estallido de la crisis.	27
Gráfico 20. Ratio préstamos concedidos/ Depósitos de clientes desde el estallido de la crisis.....	32
Gráfico 21. Evolución de los préstamos al sector inmobiliario desde el estallido de la crisis en miles de euros.....	33
Gráfico 22. Evolución de la aportación del sector construcción de viviendas al PIB español desde el estallido de la crisis en millones de euros.	34
Gráfico 23. Evolución del ratio préstamos al sector construcción de viviendas/ PIB hasta 2013.	35
Gráfico 24. Evolución del ratio aportación del sector construcción de viviendas al PIB español/ PIB hasta 2013.	35
Gráfico 25. Evolución de la deuda bancaria de las familias desde el estallido de la crisis en millones de euros.	36
Gráfico 26. Evolución de los ratios deuda bancaria/ depósitos y deuda bancaria/ renta bruta disponible de las familias desde el estallido de la crisis.....	37
Gráfico 27. Evolución del precio medio de la vivienda hasta 2012.....	38
Gráfico 28. Evolución del precio medio de la vivienda por m ² hasta 2012.....	38
Gráfico 29. Contrataciones para obra nueva de vivienda hasta 2012.....	39

Gráfico 30. Contrataciones para ampliar vivienda hasta 2012.....	39
Gráfico 31. Contrataciones para reformar y/o restaurar vivienda hasta 2012.	39
Gráfico 32. Evolución de la producción y el consumo aparente de cemento antes de la crisis en miles Tm.	40
Gráfico 33. Hipotecas concedidas por importe desde el estallido de la crisis en miles de euros.....	41
Gráfico 34. Hipotecas concedidas por número desde el estallido de la crisis.	41
Gráfico 35. Evolución de la afiliación al Sistema de la Seguridad Social de los trabajadores de la construcción desde el estallido de la crisis.....	42
Gráfico 36. Evolución del número de empleados en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas hasta 2012.	45
Gráfico 37. Evolución del número de empleados por sucursal de bancos, cajas de ahorro y cooperativas hasta 2012.....	45
Gráfico 38. Evolución de la variación anual de sucursales y la inversión crediticia desde el estallido de la crisis.....	46
Gráfico 39. Evolución de los flujos migratorios en España en el periodo 2008-2012... ..	48

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Precio del dinero.....	29
Tabla 2. Financiación de entidades bancarias	32
Tabla 3. Sector construcción de vivienda (I).....	43
Tabla 4. Sector construcción de vivienda (II).....	44
Tabla 5. Sector bancario	47
Tabla 6. Evolución de los flujos migratorios desde el año 2008 hasta 2012.....	48

1. INTRODUCCIÓN

La crisis económica ha puesto en evidencia la importancia de algunos sectores en la economía española. En concreto, el sector bancario y el sector de la construcción han tenido un peso tal en el PIB que han hecho que la estabilidad económica del país dependa en gran medida de ellos.

En los años previos al estallido de la burbuja inmobiliaria, la aportación del sector construcción de viviendas al PIB español llegó a representar el 13%. Esta cifra demuestra la dependencia de la economía de la evolución del sector de la construcción comparado con otros países europeos donde el peso del sector se sitúa en niveles entre el 5 y el 7% del PIB (Montalvo, 2003).

Por su parte, el crecimiento de este sector se ha visto influenciado por la actividad bancaria, también de notable importancia en la economía española. El papel fundamental del sector de la banca dentro del sistema financiero español queda evidenciado por el volumen de activos que la banca gestiona, más de la mitad de los activos de todo el sistema financiero español y que supera la media de los países de la eurozona (Villaroya y Guevara, 2008). El peso del sector bancario sobre el PIB en España es superior al de muchas de las economías más importantes de la eurozona como Francia o Alemania llegando el valor de los activos de bancos y cajas de ahorro a triplicar el PIB español.

Por ello, ambos sectores han sido determinantes en la evolución de la economía, la cual se refleja en el PIB que en 2013 mostró una variación anual negativa del 1,2% y que apenas ha presentado variaciones anuales positivas desde el pinchazo de la burbuja inmobiliaria.

Ante esta situación algunos abogan por una salida de la crisis que ya se ha producido mientras que otros mantienen que seguimos en ella. Por este motivo surge la necesidad de analizar hasta qué punto algunas de las variables económicas y financieras que en 2007 mostraban una situación crítica en los sectores de la construcción y de la banca que tanto peso tienen en la economía española muestran una corrección o no a día de hoy, para así poder determinar en qué situación nos encontramos y si su evolución indica una mejora adecuada a un crecimiento sostenible.

1.1. Objetivo del estudio e hipótesis

El objetivo de este trabajo consiste en analizar si hay indicadores económicos que nos confirman una mejora de la situación económica financiera sostenible en relación con los sectores de la construcción y la banca.

Para ello se estudiará la siguiente hipótesis: la evolución de las variables económicas y financieras afectadas de los sectores de la banca y de la construcción nos indica que en el periodo comprendido desde el inicio de la crisis en el año 2007 hasta hoy se han tomado medidas que suponen una mejora sustancial de las variables y una progresiva salida de la crisis.

1.2. Metodología

Para lograr el objetivo del trabajo se seguirán los siguientes pasos:

1º. Revisión de la literatura, opinión de expertos y datos de los mercados y entidades participantes para realizar un estudio estático del valor y la posterior evolución de las variables seleccionadas hasta el estallido de la crisis en el año 2007.

Por una parte se identifican, de entre las distintas causas que provocaron la crisis económica, las principales variables económicas y financieras de los sectores de la banca y de la construcción que en 2007 mostraban una situación crítica. Posteriormente se analiza la evolución de estas variables para conocer en qué medida las razones y tendencias de su evolución indican una mejora sustancial o no hacia un crecimiento sostenible.

Las variables seleccionadas son: los tipos de interés, la inflación, la liquidez, la dependencia de mercados mayoristas, el endeudamiento de promotores y familias, la burbuja de precios de la vivienda y la contratación de construcción de vivienda, el mercado hipotecario, las contrataciones en el sector de la construcción y en el sector bancario, el número de sucursales, los flujos migratorios y el papel de las agencias de calificación.

2º. Análisis del estado en el que se encuentran en 2013 las variables seleccionadas que nos permita medir cuánto se ha mejorado y conocer si los valores y los motivos de la evolución de dichas variables indican una tendencia de mejora sostenible y adecuación al mercado.

El trabajo se estructura en cinco partes. A continuación en el capítulo 2 se realiza un estudio del valor y evolución de las variables financieras y económicas seleccionadas del sector de la banca y de la construcción durante los años de la burbuja financiera. En el capítulo 3 se clasifican dichas variables según correspondan a variables de tipo macroeconómico, del sector de la construcción o del sector bancario. Posteriormente en el capítulo 4, se analiza la situación actual de las variables afectadas así como su evolución y las causas que han llevado a los valores a situarse donde se encuentran. Finalmente, en el capítulo 5, se presentan las conclusiones indicando aquellas variables que presentan una tendencia de mejora sostenible frente a las que aun están pendientes de corrección.

2. ANÁLISIS DEL VALOR Y EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS ANTES DE LA CRISIS

En agosto de 2007 muchos de los más importantes bancos de Estados Unidos se vieron perjudicados por la caída del valor de sus títulos con garantía hipotecaria, lo cuales constituían una gran parte de sus balances. Señala Dodd (2007, p. 19) que “[l]os *hedge funds* dejaron de negociar y el mercado de obligaciones de deuda garantizadas —y de sus derivados— básicamente dejó de existir”. Estos efectos tardaron un año en expandirse a nivel mundial, con la quiebra de Lehman Brothers como detonante.

España ha sido uno de los países más afectados por la crisis debido a la estructura de su economía con una gran dependencia del sector de la construcción y del sector bancario. En este apartado se seleccionan algunos de los indicadores económicos más importantes de estos sectores y de los que más se ha discutido para analizar los valores que presentaban y su evolución durante los años de la burbuja financiera.

Respecto al sector de la construcción, las variables objeto de estudio se han seleccionado por su utilidad práctica para medir el nivel de actividad en la construcción así como el impacto en precios que afectan a la renta de las familias y los balances de las entidades de crédito. Se analizan el precio medio de la vivienda, el volumen e importe de hipotecas concedidas, las contrataciones para construcción de vivienda así como para ampliaciones y reformas, la contratación de trabajadores en el sector, la producción y consumo de cemento y el crédito promotor.

Con relación al sector bancario, se han elegido las variables que permiten estudiar la existencia o no de liquidez en el mercado, así como el coste de la misma y las implicaciones en el endeudamiento de las familias. Además se han revisado como complementarios de la situación, variables de tamaño en relación con el negocio minorista (número de sucursales y empleados en ellas) y la regulación de las agencias de rating puesta en entre dicho durante la crisis financiera. Se analizan los tipos de interés, el ratio préstamos/ depósitos de las entidades bancarias, el endeudamiento bancario de las familias, el número de sucursales, la contratación de trabajadores para las mismas y el papel de las agencias de calificación.

Además se analizarán otros indicadores económicos de mercados como la inflación y la liquidez e indicadores demográficos como los flujos migratorios.

A continuación se expone la situación de cada una de estas variables, así como las características del entorno que explica el nivel correspondiente.

2.1. Tipos de interés

Se ha señalado que la actual crisis deriva principalmente de la concurrencia de dos factores: unos reducidos tipos de interés y un movimiento desregulatorio que se inició en la década de 1970 (Blackburn, 2008; Novales, 2010).

En primer lugar, el movimiento desregulatorio iniciado en la década de los 70 permitió a otros intermediarios acceder a prestar los servicios que hasta entonces solo prestaba la banca comercial y relajó la regulación de la misma para facilitar la competencia (Blackburn, 2008). Sin embargo, este aumento de la competencia lo que provocó fue una reducción de los márgenes de beneficio y un aumento de los plazos y riesgo de los préstamos concedidos, que posteriormente llevaría a una agresiva comercialización de hipotecas y de nuevos productos financieros complejos con información incompleta. Para elevar esos márgenes la solución era endeudarse en un momento particularmente propicio para ello por los bajos tipos de interés.

En cuanto a los tipos de interés resulta preciso hacer referencia a la difícil situación macroeconómica por la que pasaba Estados Unidos a principios de 2000. Como consecuencia de la crisis del sector tecnológico o crisis de la nueva economía, la Reserva Federal puso en marcha una política de tipos de interés muy bajos con el objetivo de estimular el crecimiento a través del consumo esencialmente vía endeudamiento (Vanoli, 2008). En años anteriores, varias crisis financieras se habían solucionado aplicando esta política de dinero fácil como la quiebra del fondo Long Term Capital Management en 1998. Así los tipos disminuyeron desde un 6,5% en el año 2000, al 4% en 2001 y hasta el 1% en 2003.

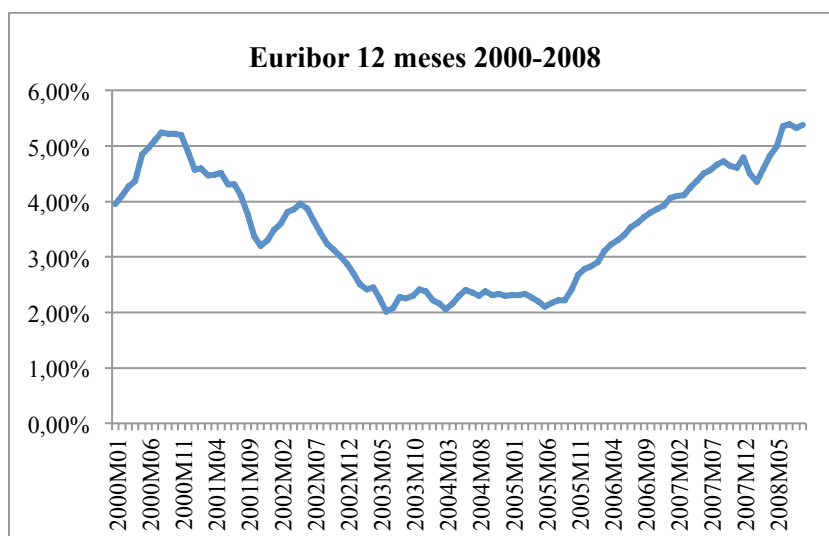
La reducción de tipos de interés tiene como consecuencia que la deuda es más barata, hay mayor facilidad de acceso al crédito y el rendimiento de activos seguros como la renta fija disminuye, por lo que la inversión se desplaza hacia activos más arriesgados y aumenta el endeudamiento (Novales, 2010). Los diferenciales de tipo de interés alcanzaron mínimos históricos debido a la fuerte competencia entre entidades de crédito por captar clientes. Como señala Blackburn (2008), con estos diferenciales tan bajos, inferiores al medio punto, las entidades pretendían obtener rentabilidad no tanto a través

de los préstamos hipotecarios que concedían sino a través de fidelizar al cliente y venderle otros productos como seguros o tarjetas de crédito que hacían crecer el endeudamiento. Así, a finales de 2003 el 18% de la renta disponible de los estadounidenses se destinaba al servicio de la deuda.

En Europea el comportamiento de los tipos de interés fue similar, aunque ligeramente más retardado. Los tipos del Euribor a 12 meses se redujeron en más de la mitad en sólo 3 años, desde el 4,69% en el año 2001 hasta 2,28% en el año 2004.

Cuando la economía volvió a recuperarse la Reserva Federal comenzó a subir los tipos de interés con el objetivo de enfriar la demanda, incrementándose entre 2004 y 2006 en 425 puntos básicos en Estados Unidos y entre 2004 y 2008 en 245 puntos básicos en Europa, según datos del Banco de España. Esta subida puso en peligro la solvencia de aquellos deudores que habían contratado préstamos a tipo variable en los años anteriores (Vanoli, 2008).

Gráfico 1. Evolución de los tipos del Euribor a 12 meses antes de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

A esto hay que añadir el aumento de los plazos de amortización de los créditos hipotecarios también en un intento de los bancos por batir a la competencia ofreciendo condiciones de financiación accesibles a un mayor número de familias. Según Poyato (2005), los plazos de amortización se incrementaron desde un máximo de unos 10 años en años anteriores hasta hipotecas que podían alcanzar los 40 años y estaban pensadas para que se heredasen. Este entorno permitía el aumento de la burbuja inmobiliaria,

aumentando los precios que eran accesibles por la bajada de tipos de interés y la ampliación de los plazos de amortización.

2.2. Inflación

La inflación es una variable que afecta a toda la economía y por tanto tiene impacto en los sectores de la construcción y de la banca.

Desde la estabilidad económica que se había alcanzado en los mercados en la década de los 80, los países pusieron el foco de atención en la inflación como principal objetivo de la política monetaria. Señala Novales (2010) que incluso se llegó a pensar que la política monetaria se reducía a controlar la tasa de inflación a través de unos tipos de interés de intervención. Esta creencia se basa en modelos teóricos que apuntan a que una inflación contenida o a una tasa estable reduce el output gap o incluso llega a eliminarlo. El output gap mide la diferencia entre el PIB actual de una economía y su PIB potencial, de manera que cuando existe un output gap positivo o negativo significa que la economía está funcionando a un ritmo ineficiente. En periodos de expansión económica es frecuente que la actividad económica supere su potencial dando lugar a un output gap positivo relacionado con presiones inflacionistas. Del mismo modo un output gap negativo está asociado a periodos de deflación.

Durante estos años se creía que una inflación constante y reducida cercana al 2% constituía una política monetaria óptima y que el instrumento para lograrlo era actuar sobre los tipos de interés de intervención por dos motivos (Novales, 2010):

- 1) Los efectos de la política monetaria se manifiestan a través de los tipos de interés y el precio de los activos.
- 2) Los tipos de interés de los distintos mercados están conectados entre sí y con los tipos de intervención, por lo que actuar sobre los tipos de intervención tendría repercusión en los demás.

Por ello, la política fiscal quedó relegada a un segundo plano. La aprobación de las normas fiscales que retrasa su llegada y los vaivenes políticos por los que está influenciada hizo que durante estos años se considerase como un instrumento adicional al que no era necesario recurrir si bastaba con la política monetaria, como parecía que demostraban los indicadores económicos.

2.3. Liquidez

El exceso de liquidez que había en los mercados financieros desde 2001 a 2007 propiciado por una etapa previa de estabilidad económica, bajos tipos de interés e innovación financiera (Álvarez, 2008) fue otra variable que determinó la formación de la burbuja inmobiliaria y el crecimiento de la actividad bancaria.

La elevada liquidez favorece el endeudamiento y la asunción de mayores riesgos, tanto por parte de particulares y empresas como de las entidades bancarias que canalizan este exceso de liquidez hacia la concesión de créditos con el objetivo de aumentar sus márgenes de beneficio (Álvarez y García, 2009). La liquidez es fundamental para el funcionamiento de la economía ya que sin ella los mercados se paralizan.

El riesgo de liquidez y el riesgo de solvencia son conceptos distintos, pudiendo desencadenar normalmente el primero una situación de suspensión de pagos y el segundo la quiebra. La liquidez para las entidades implica poder hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. Pero en el año 2007 el problema de liquidez en el sistema financiero fue de tal envergadura que para entidades como el banco Northern Rock un problema transitorio de liquidez las llevó a la quiebra.

Este banco británico contaba con una posición interbancaria de saldo deudor, debido a su exceso de liquidez, y sus ratios de capital eran adecuados de acuerdo con la normativa de Basilea II. Pero en septiembre de 2007 una de sus principales fuentes de financiación, el mercado mayorista¹, se paró obligando al banco a recurrir a la financiación del Banco de Inglaterra y desencadenando una rápida retirada de dinero por parte de sus clientes que le llevó finalmente a la quiebra (Cassinello, 2013a).

2.4. Dependencia de la financiación mayorista y endeudamiento bancario de promotores y familias

Como ya se ha anticipado, los tipos de interés bajos y la elevada liquidez del sistema favorecen el endeudamiento tanto de las entidades financieras, familias y empresas españolas en busca de una mayor rentabilidad a través del efecto apalancamiento.

¹ Concretamente el mercado interbancario y el mercado de titulaciones se pararon en septiembre de 2007 ante la incertidumbre y la desconfianza hacia los activos que tenían los bancos en sus balances.

La teoría del apalancamiento se basa en la relación entre recursos ajenos y recursos propios de tal manera que al ser el coste de los primeros menor, cuanto mayor sea su peso en el balance mayor es la rentabilidad económica y financiera que se obtiene.

Así, fueron muchos los que en este periodo aumentaron su endeudamiento animados por las buenas expectativas económicas y las condiciones favorables para el mismo. Como señalan algunos autores, “las burbujas de activos –primero acciones tecnológicas y luego casas- ayudaron a mantener el espejismo de una economía boyante y el crecimiento del consumo, pero sólo a costa de un endeudamiento personal y empresarial creciente” (Brenner, 2002, citado por Blackburn, 2008, pp. 60-61).

2.4.1. Dependencia de la financiación de mercados mayoristas

En primer lugar, como indica Álvarez (2008) los bancos e intermediarios incentivados por la demanda de crédito, las buenas expectativas económicas y la mayor competencia que había reducido sus márgenes de beneficio, se apalancaron tomando posiciones a largo plazo con financiación a corto plazo. Muchas instituciones, los bancos de inversión y los *hedge funds* llegaron a endeudarse con valores de hasta treinta veces su capital (Blackburn, 2008). Esto conlleva un riesgo superior pero ante unas expectativas económicas muy positivas, un entorno que llamaba al endeudamiento por los bajos tipos de interés y una competencia feroz todas las entidades que querían sobrevivir se apalancaron obteniendo unas rentabilidades que se situaban entre el 12 y el 20% (Wolf, 2007).

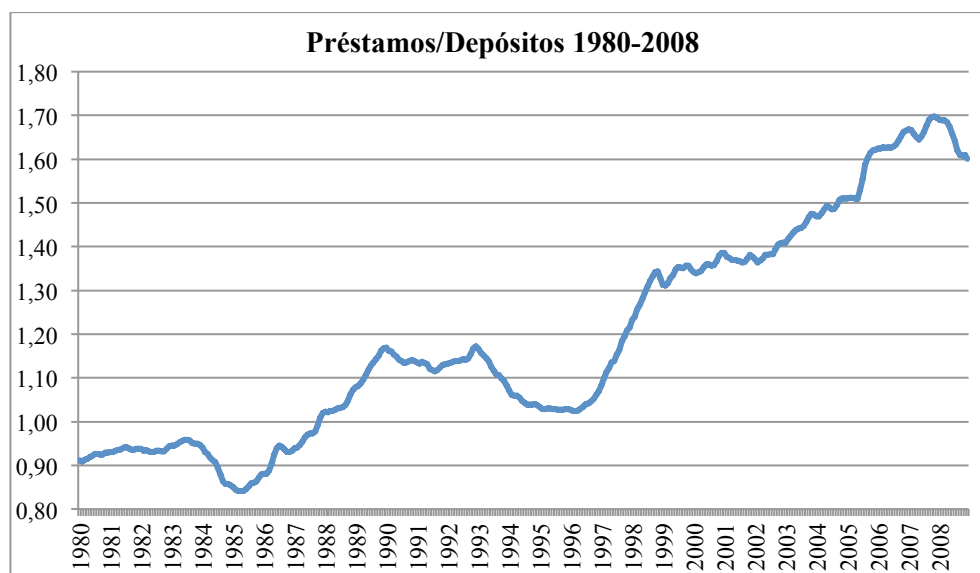
Una gran parte del problema derivó de que, dado que el endeudamiento incrementa el riesgo, los bancos crearon estructuras para sacar fuera de balance el riesgo asociado a sus productos. Sin embargo en el caso de España, el Banco de España prohibió expresamente a las entidades financieras emitir deuda (RMBS, estructuras financieras) que les permitiesen sacar totalmente de balance el riesgo hipotecario, a diferencia de Estados Unidos. Aun así, estos mecanismos que se utilizaron, como operaciones de titulación y creación de productos nuevos, hicieron que el riesgo se dispersase por todo el sistema (Álvarez, 2008).

Un tipo de endeudamiento que tenían los bancos y que supuso un problema se ve a través del ratio que relaciona los préstamos concedidos con los depósitos de clientes. Como señala Cassinello (2013a) un excesivo volumen de créditos concedidos en

relación con los depósitos de clientes provoca una mayor dependencia de las entidades bancarias de los mercados mayoristas, los cuales son más vulnerables a tensiones y situaciones de incertidumbre en la economía.

Este ratio que en enero del año 2000 era de 1,34 llegó en octubre de 2007 a alcanzar el 1,7, lo cual quiere decir que las entidades financieras prestaban 1,7 veces más de lo que recibían en depósitos. Esto genera una gran dependencia de los mercados mayoristas que eran los que proporcionaban a los bancos ese exceso sobre los depósitos que se prestaba. Cuando en el año 2007 crece la incertidumbre sobre los activos que poseen los bancos y los mercados se paralizan, los bancos se encuentran con un problema de financiación que hasta entonces no habían tenido.

Gráfico 2. Ratio préstamos concedidos/ Depósitos de clientes antes de la crisis



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

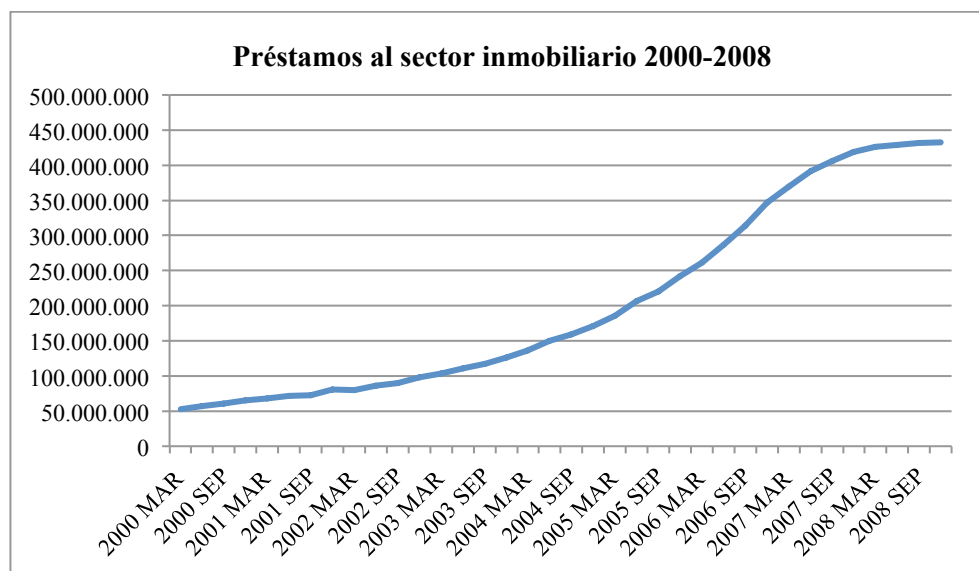
2.4.2. Crédito promotor

Las empresas promotoras también se apalancaron durante los años del boom inmobiliario y en concreto en España donde, como señala Poyato (2005), la mayoría se trataba de pymes con recursos limitados. Los bancos financiaban todo el proyecto y se subrogaban en la venta ya que lo que les interesaba realmente era la captación del comprador de la vivienda. Por su parte las empresas promotoras buscaban aumentar su rentabilidad financiera apalancándose.

Así el crédito promotor durante estos años presentaba unas tasas de crecimiento muy superiores al crédito total o de cualquier otro sector, multiplicándose por 12 en el periodo comprendido entre el año 2000 y 2008. Continúa siendo uno de los principales problemas de las entidades financieras españolas.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución trimestral de los préstamos concedidos al sector inmobiliario en miles de euros desde el primer trimestre de 2000 hasta el pico alcanzado en el último trimestre de 2008, donde se pasa de los 52.700.000 miles de euros a 432.300.000 miles de euros (datos del Banco de España y del Instituto Nacional de Estadística).

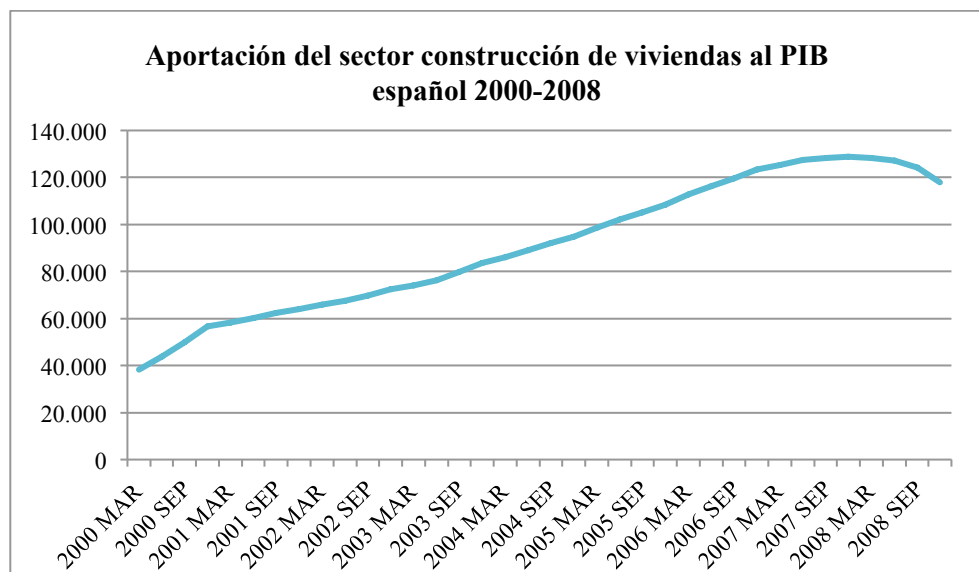
Gráfico 3. Evolución de los préstamos al sector inmobiliario antes de la crisis en miles de euros.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE.

Así mismo, la aportación del sector construcción de viviendas al PIB español creció desde 38.000 millones de euros en el primer trimestre de 2000 hasta 117.000 millones de euros en el último trimestre de 2008, alcanzando un pico de 128.600 millones de euros en el último trimestre de 2007 (datos del Banco de España y del INE). Estos datos reflejan el peso que alcanzó el sector de la construcción en la economía española.

Gráfico 4. Evolución de la aportación del sector construcción de viviendas al PIB español antes de la crisis en millones de euros.

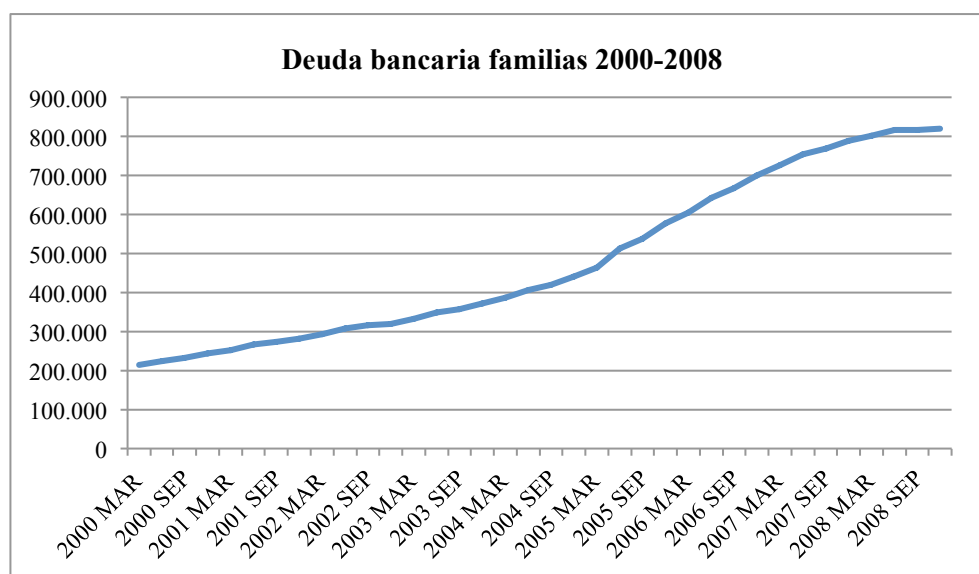


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE.

2.4.3. Deuda bancaria de las familias españolas

Por su parte, las familias también aumentaron su nivel de endeudamiento triplicándose desde 2000 hasta 2008 y en 2004 el endeudamiento de las familias españolas ya superaba la media de la UEM.

Gráfico 5. Evolución de la deuda bancaria de las familias antes de la crisis en millones de euros.

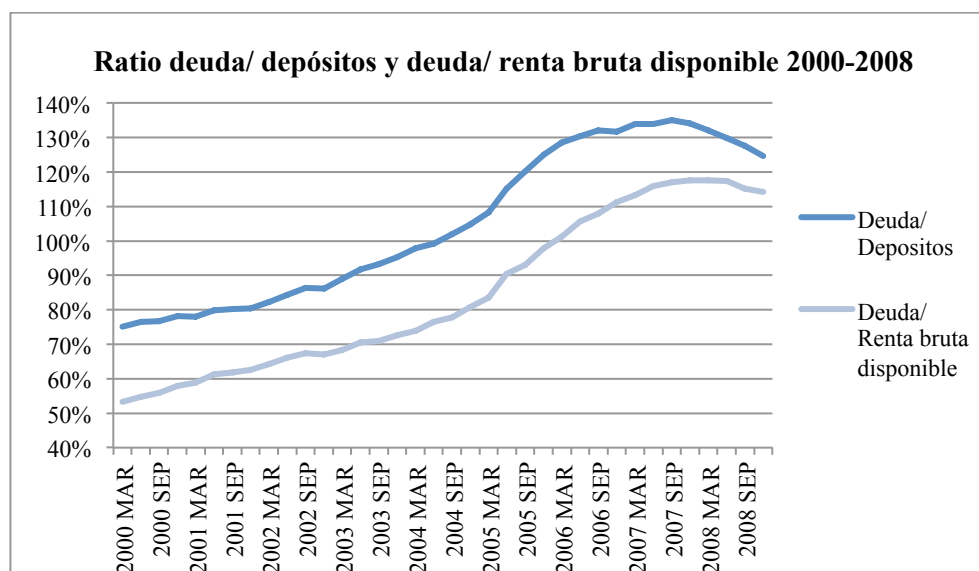


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE

La deuda bancaria de las familias españolas creció desde 214.000 millones de euros en el primer trimestre de 2000 hasta un máximo de 819.000 millones de euros el último trimestre de 2008 (datos del Banco de España y del INE). Este cambio supuso que la deuda representase alrededor de un 115% de la renta bruta disponible en 2008 frente al 53% que representaba en el año 2000.

El porcentaje deuda/depositos pasó del 75% en el primer trimestre del año 2000 al 135% en el punto álgido de la burbuja en el tercer trimestre de 2007, lo que demuestra la afirmación del informe del Banco de España de que “[l]a fuerte expansión del crédito en España no estuvo acompañada por un aumento similar de los depósitos, lo que provocó una creciente dependencia de la financiación bancaria a través de los mercados de capitales” (Álvarez, 2008, p. 32). Cuando en el verano de 2007 comienza la incertidumbre en los mercados que capitales y los bancos dejan de prestarse dinero este sistema se colapsa.

Gráfico 6. Evolución de los ratios deuda bancaria/ depósitos y deuda bancaria/ renta bruta disponible de las familias antes de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE

2.5. Burbuja inmobiliaria

Entre el año 2000 y 2007 el crédito hipotecario barato incentivó la adquisición de viviendas, así como el crecimiento de la construcción y los negocios inmobiliarios. Señala Poyato (2005) que el mercado inmobiliario español se vio empujado también por

el crecimiento de la inversión extranjera en bienes inmuebles. En esta demanda destaca la adquisición de segunda vivienda en la costa por extranjeros, principalmente del Reino Unido y de Alemania que poseen un nivel de renta más elevado.

Este tirón de la demanda provoca que el suelo urbanizable comience a agotarse y como la oferta de viviendas no se ajusta inmediatamente al incremento de la demanda, el precio de la vivienda comenzó a subir provocando una sobrevaluación de precios que acabó en una burbuja especulativa (Novales, 2010).

Según datos de la Asociación Profesional de Sociedades de Tasación (Atasa) y la revista británica *The Economist* la tasa de crecimiento del precio de la vivienda en España era en 2005 la segunda más alta de entre los principales países industrializados del mundo, después de Irlanda. El precio de la vivienda por metro cuadrado creció desde los 1.221 euros en el año 2002 a los 2.458 euros en 2007 lo cual supone una revalorización superior al 200%. De esta forma, quien compró una vivienda en el año 2002 veía como su inversión se duplicaba en sólo cinco años. En el año 2008 el precio ya comenzó a caer hasta los 2.319 euros por metro cuadrado.

En los gráficos siguientes se muestra la evolución del precio medio tasado de la vivienda situada en edificios y el precio medio de la vivienda por m².

Gráfico 7. Evolución del precio medio de la vivienda antes de la crisis.

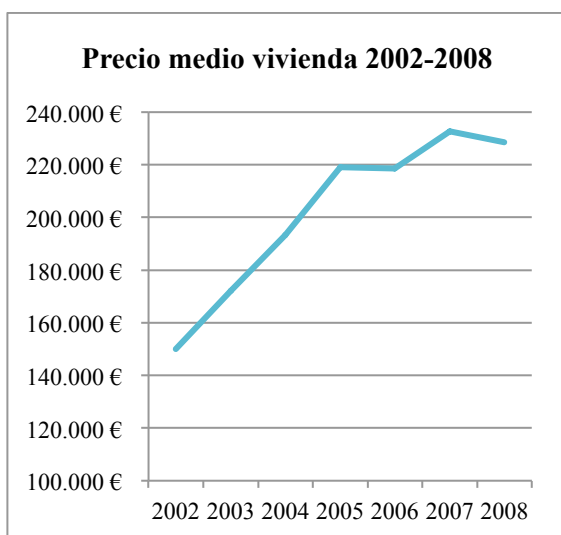
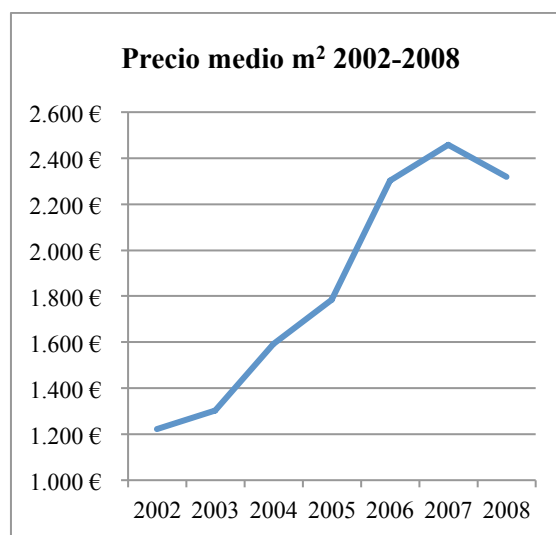


Gráfico 8. Evolución del precio medio de la vivienda por m² antes de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Asociación Profesional de Sociedades de Tasación (Atasa) contenidos en los Boletines Económicos del Banco de España.

Además, si comparamos los motivos en que se basaba la compra de viviendas en la época de la posguerra (1940-1960) con los años de la burbuja inmobiliaria vemos como en la primera la adquisición de viviendas se basaba en las necesidades de la población y procuraban controlar los costes. Sin embargo, desde el año 2000 se produjo un giro en los motivos que fundamentaban la compra hacia la burbuja de precios, el exceso de liquidez y obtener beneficios en el corto plazo. Así mismo, en la primera etapa había un porcentaje de una vivienda por cada cuatro habitantes, mientras que desde el año 2000 hasta nuestros días el ratio ha bajado hasta una vivienda por menos de dos habitantes. Esto demuestra el exceso de viviendas que sigue habiendo debido a la acumulación de stock de los años de la burbuja y cómo la vivienda pasó a ser un bien sobre el que se especula y se espera obtener beneficios (Cassinello, 2013b).

Las contrataciones para realización de obra nueva experimentaron un fuerte crecimiento en estos años pasando de las 337.728 en el año 1997 a 535.668 en 2000, 865.561 en 2006 y comenzando a caer en 2007 hasta 651.427 (datos del INE). Esto supuso que en España se construyesen más casas que en Alemania, Francia, Italia y Reino Unido juntos y se vendiesen 25 veces más pisos que en Francia (Poyato, 2005). Las contrataciones para ampliar vivienda y aquellas para reformar y/o restaurar aumentaron, aunque en menor medida que las de obra nueva, de 2002 a 2005 y en este último año comenzaron a caer.

Gráfico 9. Contrataciones para obra nueva de vivienda antes de la crisis.



Gráfico 10. Contrataciones para ampliar vivienda antes de la crisis.

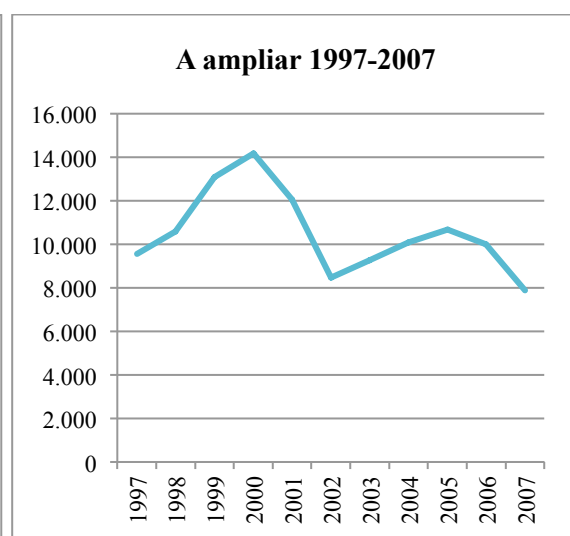


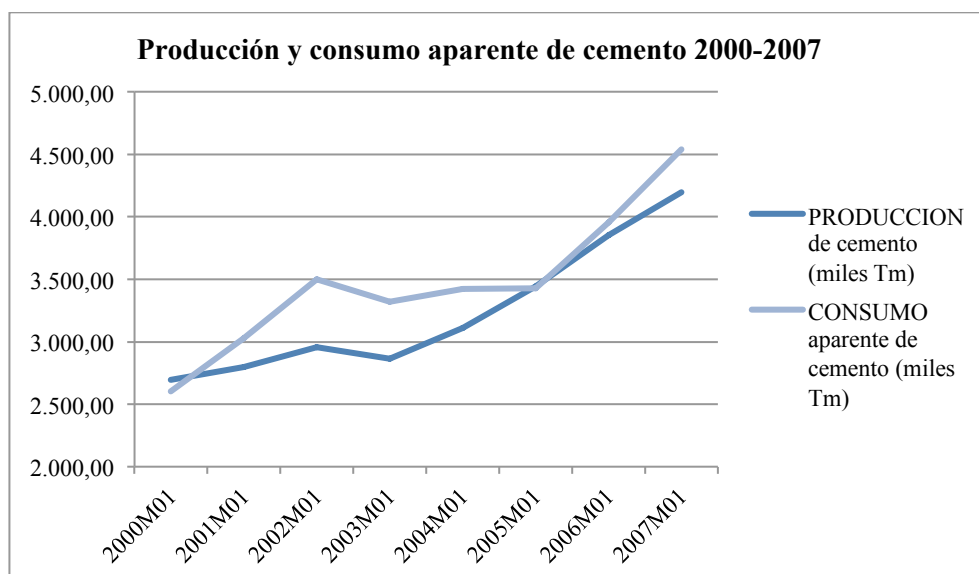
Gráfico 11. Contrataciones para reformar y/o restaurar vivienda antes de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Otro dato que evidencia el cambio de tendencia en el mercado de la construcción es la producción y consumo de cemento a lo largo de estos años. Según datos tomados del INE a primer mes de cada año, la producción de cemento en España se multiplicó por 1,5 desde enero de 2000 hasta enero de 2007 mientras que el consumo aparente de cemento casi se duplicó.

Gráfico 12. Evolución de la producción y el consumo aparente de cemento antes de la crisis en miles TM.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

2.6. El mercado hipotecario

Los bajos tipos de interés, el exceso de liquidez y la demanda de vivienda hicieron que el número e importe de hipotecas aumentase.

En la década de los 90 surgieron en Estados Unidos las hipotecas *subprime*, una modalidad de crédito hipotecario que puede llegar a cubrir el 100% del precio de la vivienda y en el cual el riesgo de impago del deudor es superior a la media de otros créditos. Estas hipotecas se expandieron gracias al desarrollo de los programas *scoring* automatizados y su crecimiento fue exponencial a partir del nuevo milenio, como apunta Hornero (2008). Se trata de hipotecas de alto riesgo en las que se relajan o no se respetan los criterios para la concesión de otro tipo de hipotecas (*prime*) como es la verificación de los ingresos del prestatario, los plazos de amortización o la cantidad adecuada que garantice la devolución del préstamo. Pero ante un entorno de crecimiento económico y una competencia en aumento, las entidades de crédito relajaron los requisitos para la concesión de estos créditos apoyados por una legislación favorable aprobada en la década de 1960 (Álvarez, 2008; Blackburn, 2008).

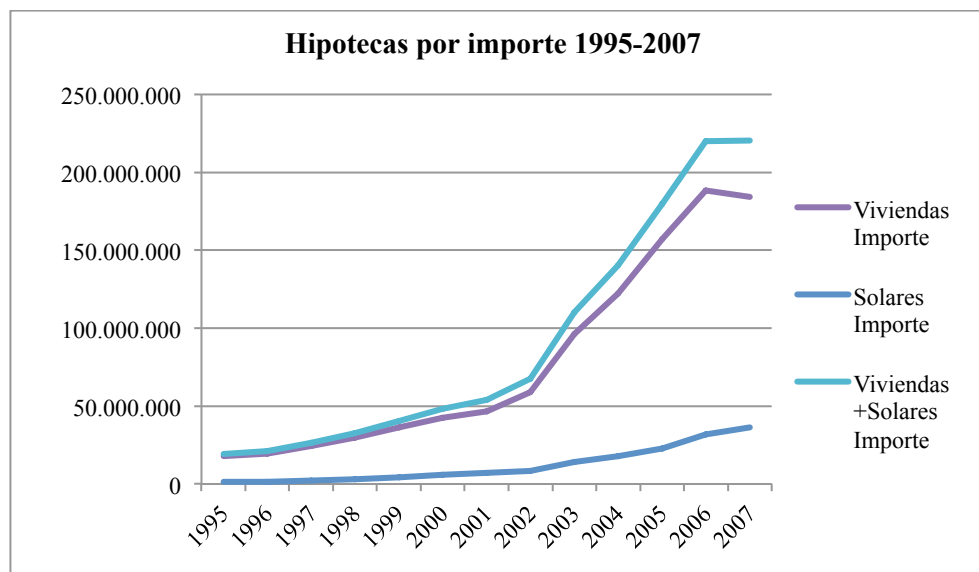
Como indican Álvarez y García (2009) los prestatarios adquirirían estos préstamos con la confianza de que el precio de la vivienda continuaría subiendo y podrían renegociar sus hipotecas para así aprovechar esos incrementos como crédito para financiar otro tipo de gastos de consumo. En Estados Unidos estas hipotecas crecieron un 375% entre 2001 y 2006, desde 160 hasta 600 millardos de dólares, y en 2006 representaban el 20,1% del mercado hipotecario frente al 8,5% de 2003 (Blackburn, 2008).

Las previsiones sobre la solvencia de los más pobres para hacer frente al pago de sus créditos no se realizaron correctamente y más en España donde los créditos hipotecarios están acompañados de una garantía personal y la dación de la garantía real no supone la cancelación total de la deuda que financia dicha garantía. Varela, F. y Varela, M. (2008) indican que como los precios de la vivienda continuaban subiendo, parecía innecesaria la verificación de los datos presentados por los prestatarios. Además, las entidades de crédito no tenían grandes incentivos en calcular el riesgo de las hipotecas ya que la mayoría se titulizaban y se transmitían (Álvarez, 2008), trasladando el riesgo a otras instituciones y ahorradores fuera de Estados Unidos.

Estas entidades estadounidenses transformaban los préstamos hipotecarios en valores y junto con otros préstamos hipotecarios de mayor calidad, los unían en paquetes para crear valores de mercado conocidos como obligaciones de deuda con garantía (CDOs). Estos a su vez se dividían en tramos y recibían una calificación de las agencias de rating, para ser comprados por bancos, fondos de pensiones, aseguradoras y *hedge funds* de todo el mundo contagiándose así el riesgo por todo el sistema (Hornero, 2008).

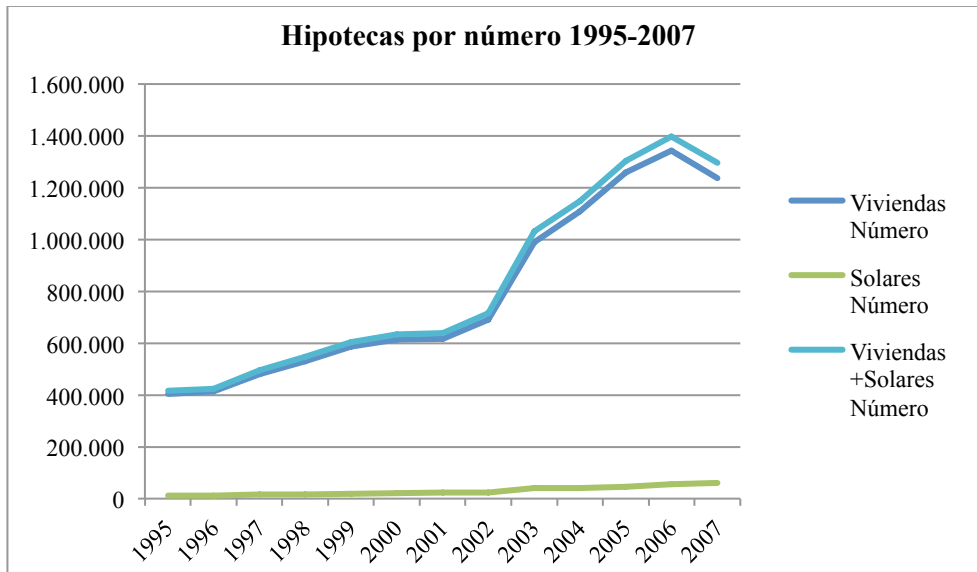
El siguiente gráfico muestra la evolución de las hipotecas concedidas en España para viviendas y para solares por importe en miles de euros y en número (datos del INE). En el año 1995 se concedieron hipotecas por un importe total de 19.273.875 miles de euros mientras que en 2007 el importe llegaba a 220.529.490 miles de euros. En número, las hipotecas concedidas en 1995 fueron 415.475 mientras que en 2007 llegaron a 1.294.750 lo que supone que el número se triplicó en 12 años.

Gráfico 13. Hipotecas concedidas por importe antes de la crisis en miles de euros.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Gráfico 14. Hipotecas concedidas por número antes de la crisis.

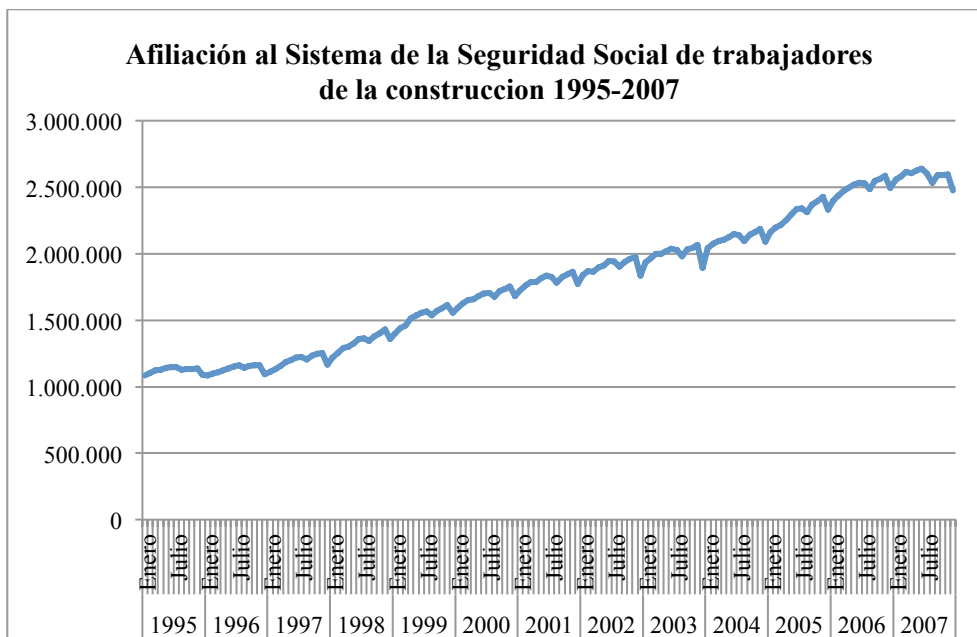


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

2.7. Contratación en el sector de la construcción

Atendiendo a la contratación de personas en la industria de la construcción, el número de personas ocupadas aumentó considerablemente en los años de la burbuja debido a la gran demanda de vivienda y al crecimiento del sector.

Gráfico 15. Evolución de la afiliación al Sistema de la Seguridad Social de los trabajadores de la construcción antes de la crisis



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Como se muestra en el gráfico 15, el número de trabajadores afiliados del sector de la construcción alcanzó su máximo en junio de 2007 con 2.638.659 afiliados (datos de la Seguridad Social). En enero de 2000, este número no llegaba a 1.600.000 lo que supone un aumento del 65% en siete años. Estos datos contrastan con los de enero de 1995 cuando el número de trabajadores afiliados del sector construcción era 1.084.633.

2.8. Contratación en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas

En cuanto a la contratación de personas en sucursales; teniendo en cuenta las de bancos, cajas de ahorro y cooperativas; se constatan unas variaciones inferiores que en el sector construcción aunque sí se aprecia un aumento en los años del boom financiero.

Los empleados en sucursales en el año 2000 eran 238.587 correspondientes 122.374 a bancos, 101.718 a cajas y 14.495 a cooperativas. Esta cifra creció hasta un total de 269.920 empleados en 2007 y 270.855 en 2008 lo que supone un crecimiento hasta máximos históricos (datos del Banco de España).

Gráfico 16. Evolución del número de empleados en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas antes de la crisis

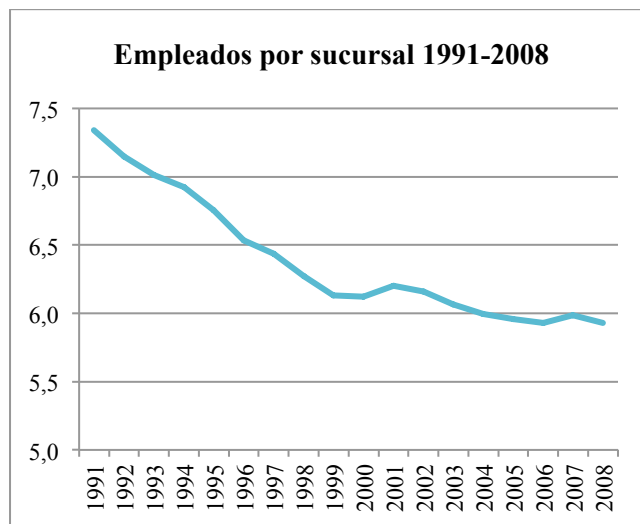


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

Sin embargo, si se analiza la evolución del número de empleados por sucursal esta cifra ha ido disminuyendo desde los primeros datos que se encuentran registrados y en los años de la burbuja la tendencia no mostró cambios. Mientras que en 1991 había una media de 7,3 empleados por sucursal, en el año 2000 esta cifra era de 6,1, en 2007 de 6 y en 2008 de 5,9. Esto indica que el crecimiento en el número de sucursales fue superior en

proporción al crecimiento de la contratación de empleados para las mismas y por ello el número de empleados por sucursal no se mantenía sino que disminuía.

Gráfico 17. Evolución del número de empleados por sucursal de bancos, cajas de ahorro y cooperativas antes de la crisis



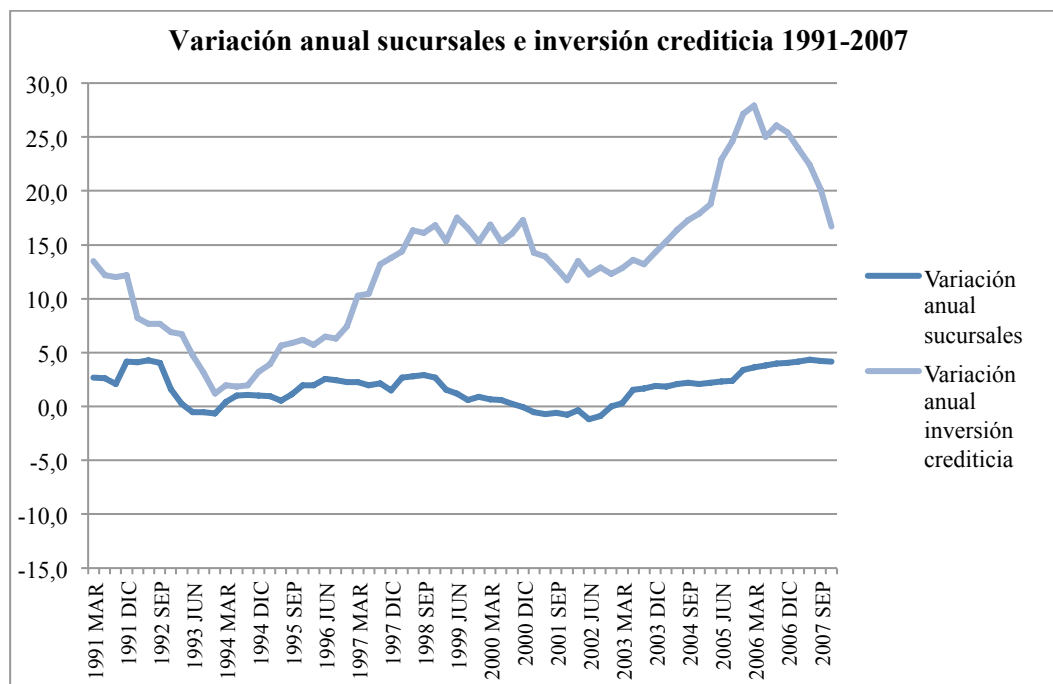
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

2.9. Número de sucursales

El número de sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas creció desde las 39.000 sucursales que había en el primer trimestre de 2000 hasta alcanzar un pico de 45.707 sucursales en el tercer trimestre de 2008 (datos del Banco de España). Sin embargo, atendiendo a la variación anual de sucursales el crecimiento se ralentizó a partir del tercer trimestre de 2007 coincidiendo con el comienzo de la crisis.

Para constatar si este crecimiento se correspondía con un crecimiento de la actividad crediticia vemos la evolución de la variación anual del volumen de sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas y la variación anual de la inversión crediticia entendiendo por tal los préstamos al sector residente. Como muestra el gráfico 18 la inversión crediticia creció a un ritmo mucho mayor que el volumen de sucursales durante los años de la burbuja. Así, la variación anual de la inversión crediticia en el primer trimestre del año 2000 fue de 16,9% respecto del mismo trimestre del año anterior, mientras que a finales de 2006 la variación anual alcanzó el 26%. A finales de 2007, la variación anual se situó en torno al 17%.

Gráfico 18. Evolución de la variación anual de sucursales y la inversión crediticia antes de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

2.10. Flujos migratorios

Con relación al ámbito demográfico, los flujos de inmigrantes llegados a España a partir de mediados de los 90 también contribuyeron a la formación de la burbuja inmobiliaria. Las entradas de inmigrantes comenzaron a crecer en 1996 y a partir de 2000 el crecimiento se disparó (Miyar y Garrido, 2010). El crecimiento de la construcción por la expansión económica demandaba una gran cantidad de mano de obra y ésta era suplida en gran parte por inmigrantes.

Desde 2000 a 2006 entraron una media de 500.000 inmigrantes por año, la mayoría procedentes de Latinoamérica, Países del Este y África, y entre 2006 y 2008 más de 600.000 inmigrantes anuales en lo que se ha llegado a llamar la década prodigiosa de los flujos migratorios (datos del INE). Según Lacuesta y Puente (2010), las entradas de inmigrantes en 2007 fueron de 920.534 personas. Esto hizo que el 1% que representaba la población extranjera en España a mediados de los 90, alcanzase el 13% a principios de 2009 (Miyar y Garrido, 2010).

España llegó a ser el país de la Unión Europea con mayor número de entrada de inmigrantes y segundo detrás de Estados Unidos en términos absolutos, según el Observatorio Vaco de la Inmigración (2011). Estos flujos migratorios tienen repercusión directa en el mercado inmobiliario aumentando la demanda de viviendas y de préstamos hipotecarios.

2.11. El papel de las agencias de calificación

Las agencias de calificación eran las encargadas de otorgar un rating a los paquetes de titulaciones de las hipotecas *subprime* que la banca creaba. La crisis ha cuestionado su actuación en la calificación de los productos estructurados al haber experimentado estos un cambio de rating sin precedentes.

Según López (2009) esta aparentemente mala actuación de las agencias se debe principalmente a las siguientes razones:

- Un modelo en el que es el emisor el que paga por la calificación a las agencias de rating, en lugar del inversor, lo que puede generar conflictos de interés.
- Las agencias de rating prestan otros servicios, como servicios de consultoría para los productos, los cuales tienen que calificar después por lo que de nuevo pueden darse conflictos de interés.
- Los ingresos por la calificación de productos estructurados constituían entre el 40 y el 50% de los ingresos de las agencias.
- La industria de las agencias de rating es un oligopolio de tres agencias (Moody's, Standard and Poor's y Fitch). Por la falta de competencia las agencias carecen de incentivos para innovar en modelos que evalúen mejor los riesgos de los nuevos productos estructurados.
- La información sobre la calidad crediticia de los prestatarios era escasa.
- Los inversores basaron sus decisiones de inversión en los ratings de los productos estructurados, a menudo sin realizar un mayor análisis.

Por estos motivos se las ha acusado de ser uno de los principales motores de la crisis y un sector que precisa mejoras en su regulación así como una regulación a nivel mundial.

3. CLASIFICACIÓN DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS

Las variables económicas y financieras que se han considerado relevantes como indicadores de los sectores de la construcción y de la banca se pueden clasificar en las tres categorías siguientes para su posterior análisis: variables macroeconómicas, variables del sector bancario y variables del sector construcción.

3.1. Variables macroeconómicas

En este grupo se encuentran las siguientes variables de los tipos de interés, la inflación y la excesiva liquidez del sistema, que se han analizado en relación con las implicaciones para los sectores de la construcción y bancario:

- Los tipos de interés: La reducción de los tipos de interés estadounidenses y el tipo oficial del dinero por el Banco Central Europeo es consecuencia de una política monetaria centrada en controlar la inflación y en superar la crisis del sector tecnológico del año 2000. La posterior subida de tipos también se encuadra dentro de una política que pretendía enfriar la demanda de crédito y controlar la inflación y los excesos que se estaban produciendo.
- La inflación: La excesiva atención en la inflación por parte de los gobiernos y bancos centrales y el descuido del resto de indicadores es consecuencia de una creencia y de teorías económicas que sostienen que el control de la tasa de inflación es suficiente para controlar la estabilidad de la economía. Además las bajas tasas de inflación interanual llevaron a que los tipos de interés reales se acercasen a cero (Poyato, 2005).
- La excesiva liquidez del sistema: El exceso de liquidez que había en los años de la burbuja se debe a un periodo de estabilidad macroeconómica previo en el cual las políticas monetarias y económicas juegan un papel fundamental.

3.2. Variables del sector bancario

En el sector bancario se analizan por una parte las variables que nos indican el problema de la financiación de las entidades de crédito, en relación con los mercados mayoristas y el nivel de endeudamiento de las familias. Y por otra parte la expansión del negocio vía aumento de sucursales y empleados de las mismas.

- Dependencia de la financiación de mercados mayoristas: El ratio préstamos concedidos/depósitos analizado muestra el incremento de la dependencia de los mercados mayoristas de las entidades bancarias.
- Deuda bancaria de las familias: Los niveles que alcanzó la deuda de las familias, que se triplicó desde 2000 hasta 2008, son consecuencia de unas condiciones de mercado propiciadas por una política monetaria que hacían que el endeudamiento resultase especialmente atractivo. Hay que tener en cuenta que la vivienda es la principal causa de endeudamiento de este sector. Los bajos tipos de interés hacían que la deuda fuese barata y las buenas expectativas económicas parecían hacer posible la devolución de los préstamos e incluso obtener beneficios de los mismos. Además los controles para la concesión de créditos no se realizaron correctamente, animados por unas regulaciones que habían relajado los requisitos para la concesión de los mismos.
- Contratación en sucursales: El aumento de la contratación en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas deriva del incremento de la actividad crediticia y se situaba en niveles superiores a los normales del sector.
- Número de sucursales: El aumento del número de sucursales se debe tanto al incremento de la actividad bancaria como a la mayor competencia en el sector, que había reducido los márgenes de beneficio e hizo que las entidades entrasen en una carrera por conceder créditos y captar clientes.

3.3. Variables del sector construcción

Se analizan las variables relacionadas con el precio de los inmuebles, la financiación tanto del promotor como del inversor y el empleo generado:

- Crédito promotor: El crédito promotor que entre 2000 y 2008 presentaba unas tasas de crecimiento muy superiores al crédito total o de cualquier otro sector multiplicándose por 12, continúa siendo uno de los principales problemas de las entidades financieras españolas. La aportación del sector de la construcción al PIB que llegó a suponer el 13% (como porcentaje sobre el PIB) en el último trimestre de 2006 muestra el elevado peso que alcanzó el sector en la economía española.

- Burbuja inmobiliaria y contratación de construcción de vivienda: El incremento del precio de la vivienda, que se duplicó en cinco años, así como el aumento en el número de contrataciones para obra nueva son consecuencia de una multitud de factores que provocaron que la vivienda pasase de ser un bien necesario y básico a un bien sobre el que se especula y se espera obtener beneficios. Este fue uno de los principales errores cometidos.
- El mercado hipotecario: El elevado número de hipotecas concedidas en este periodo no sólo se debe a los factores de mercado que favorecían el endeudamiento y aumentaban la confianza, como los bajos tipos de interés o el ritmo de crecimiento del precio de la vivienda, sino también a unas regulaciones que relajaron los estándares requeridos para ser prestatario e hicieron creer a un gran número de personas que podían acceder a comprarse una vivienda. Es el caso de la Administración Bush de la “sociedad de la propiedad” y la legislación de la década de 1960 (Blackburn, 2008).
- Contratación en el sector de la construcción: El aumento en 7 años en un 65% del número de afiliados a la Seguridad Social del sector de la construcción es una consecuencia del aumento de actividad que se dio en el sector.

3.4. Otras variables relacionadas con los sectores

Frente a las anteriores variables se han analizado otras que también tienen un impacto en los sectores de la construcción y de la banca y han sido relevantes en este periodo de forma significativa: los flujos migratorios y el papel de las agencias de rating.

- Los flujos migratorios: La masiva entrada de inmigrantes que comenzó a mediados de 1990 y se disparó a partir del año 2000 incrementó la demanda de vivienda y proporcionaba mano de obra para el sector de la construcción.
- Las agencias de calificación: Su protagonismo en la formación de la burbuja ha quedado constatado debido a las calificaciones de valores con un rating “triple A” que resultaron ser bonos basura en los que no se había valorado correctamente el riesgo inherente. La falta de regulación de su responsabilidad las convirtió en piezas clave durante este periodo.

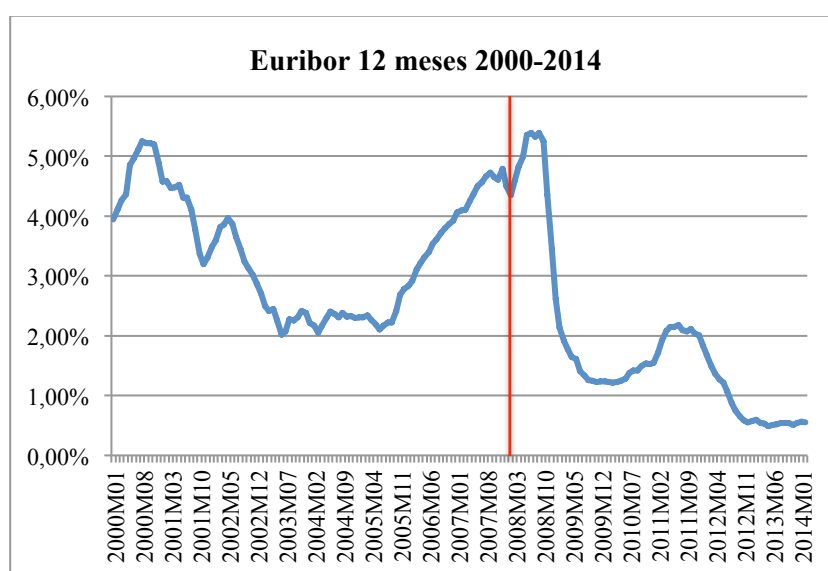
4. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LOS INDICADORES Y SOSTENIBILIDAD DE LAS MEJORAS Y MEDIDAS ADOPTADAS

En el presente apartado se analiza el valor de las variables objeto de estudio en el periodo que va desde la crisis financiera en 2007 hasta el 2014 (si bien algunos datos quedan referidos al último más cercano publicado o disponible). La situación en la que se encuentran actualmente los indicadores económicos es por lo general muy distinta a la de 2007. En este apartado se identifican los valores de las variables seleccionadas y se analiza su evolución para determinar si las cifras nos indican una mejora sustancial o no de la situación en los sectores analizados así como una progresiva salida de la crisis. Se sigue la misma estructura y orden que en el capítulo 2.

4.1. Tipos de interés

Los bancos centrales han bajado los tipos de interés hasta mínimos históricos. Así el Banco Central Europeo ha rebajado el tipo oficial del dinero hasta el 0,25% (noviembre de 2013) con el objetivo de luchar contra la caída de los precios. Esta bajada tiene como consecuencia un descenso del Euribor, tipo al que están referenciadas una gran mayoría de las hipotecas concedidas en España, y que se sitúa en febrero de 2014 en el 0,55%.

Gráfico 19. Evolución de los tipos del Euribor a 12 meses desde el estallido de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

El hecho de que los tipos de interés se sitúen en niveles tan bajos tiene diversas implicaciones. Por un lado, persigue mejorar el flujo del crédito abaratándolo. De esta

forma las empresas se pueden financiar más barato y destinar sus fondos a la inversión y al mantenimiento del empleo. Las familias también pueden obtener financiación más barata que sirva de impulso al consumo. Por otro lado, supone un abaratamiento de las hipotecas concedidas a tipo variable y la mayoría referenciadas al Euribor. Sin embargo, bajan los tipos de remuneración de los depósitos (Amigot, 2013).

El mandato del Banco Central Europeo consiste en controlar la inflación manteniéndola baja. Por lo tanto, en un entorno de baja inflación los tipos se deben de mantener bajos y más aun cuando la economía se encuentra en un momento de débil crecimiento. Además se ha visto como crisis anteriores se han solucionado con una bajada de tipos, como la quiebra del fondo Long Term Capital Management en 1998 o la crisis del sector tecnológico del 2000 lo que justifica el mantenimiento de los tipos de interés en niveles mínimos. Sin embargo, el problema radica en que estos tipos se consiguen mantener bajos porque están intervenidos por el BCE, lo cual es negativo. Falta que el mercado vuelva a funcionar de forma normal en relación con el crédito y este fluya hacia el sector empresarial. La tendencia es buena pero el proceso lento.

4.2. Inflación

Frente a la excesiva atención en la inflación como indicador de la buena marcha de la economía y la consideración del mantenimiento de una inflación estable y reducida como principal objetivo de la política monetaria que hubo durante los años de la burbuja, la crisis puso en evidencia que esto no garantizaba la estabilidad macroeconómica ni anulaba el output gap (Novales ,2010).

Los modelos teóricos que sostenían esta afirmación no tienen en cuenta la variedad existente en la economía por lo que no representan la realidad de forma perfecta. Además ha quedado probado que las burbujas de precios existen y no las pueden recoger los modelos de la teoría económica.

La crisis demostró que los motivos que fundamentaban la utilización de tipos de intervención para controlar la inflación no se sostenían por los siguientes motivos (Novales, 2010):

- 1) Mientras que anteriormente se sostenía que los efectos de la política monetaria se manifiestan a través de los tipos de interés y el precio de los activos, esta transmisión no es evidente.
- 2) Mientras que anteriormente se afirmaba que los tipos de interés de los distintos mercados están conectados entre sí y a través de los tipos de intervención, se comprobó que los mercados financieros no están tan integrados y por ello la transmisión de precios y de efectos de la política monetaria que señala la primera razón no es del todo cierta.

La política fiscal debe procurar el saneamiento del sector público mientras que la política monetaria debe buscar la estabilidad de precios prestando atención a los indicadores de los distintos mercados. En España se han tomado diversas medidas de política fiscal como son la racionalización del gasto público, objetivos de déficit público más reducidos y la estabilidad presupuestaria de las administraciones territoriales.

Por tanto, la crisis ha supuesto que la política fiscal recuperase el protagonismo que había perdido en años anteriores y se considere un elemento necesario para la estabilidad económica, sin descuidar la preocupación por la inflación que sigue estando en el orden del día como lo demuestra el mandato del Banco Central Europeo.

Tabla 1. Precio del dinero

Variable	Situación en 2007	Situación seis años después	Sostenibilidad de la mejora
Tipos de interés	Euribor 12 m: 4,79% Tipo oficial BCE: 4% <i>(Dic 2007)</i>	Euribor 12 m: 0,55% Tipo oficial BCE: 0,25% <i>(Feb 2014)</i>	El mantenimiento de los tipos en niveles mínimos históricos es necesario mientras el crecimiento sea débil.
Inflación	Excesivo foco de atención en la inflación	Combinación con política fiscal	La combinación de una política fiscal que busca el saneamiento del sector público con una política monetaria preocupada por la estabilidad de precios es necesaria para garantizar la estabilidad económica y salir de la crisis.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

4.3. Liquidez

Cuando en el año 2007 la actividad del sector inmobiliario empezó a desacelerarse, la caída de los precios de la vivienda y la subida de los tipos de interés que buscaban contrarrestar la inflación provocaron un aumento de la morosidad en las hipotecas *subprime*. Esto, sumado a que algunas entidades comenzaron a tener pérdidas, provocó que los inversores deshiciesen sus posiciones arriesgadas y volasen a la liquidez. Las entidades, que no pudieron hacer frente a esta demanda de efectivo, se vieron obligadas a vender sus activos más líquidos lo que precipitó la caída de los precios en los mercados (Vanoli, 2008).

Los bancos centrales respondieron mediante inyecciones de liquidez para evitar el colapso del sistema financiero internacional y cuando se comprobó que no se trataba sólo de una crisis de liquidez sino de solvencia diseñaron planes de rescate comprando los activos tóxicos a los bancos con problemas de solvencia. En Europa, el Banco Central Europeo comenzó a proporcionar cantidades ilimitadas de liquidez para aumentar el dinero en circulación y así evitar la caída de la actividad económica y el consumo, como indica Novales (2010).

Actualmente la liquidez de los años de la burbuja que se reflejaba en la facilidad de convertir cualquier activo en dinero de manera prácticamente inmediata y sin perder apenas valor (Álvarez, 2008) no proviene del mercado sino que la están suministrando los bancos centrales. Desde el pinchazo de la burbuja, la liquidez la han ido proporcionando los bancos centrales que han actuado como sustitutos de los mercados. Así en Europa la falta de financiación de los mercados mayoristas la ha suplido el Banco Central Europeo que ha ejecutado operaciones de financiación mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena para ayudar a las entidades de crédito en su proceso de desapalancamiento y ha continuado realizando operaciones de financiación a largo plazo con vencimientos excepcionales. Ha contribuido en operaciones de financiación a más largo plazo aportando 489,2 millones de euros en diciembre de 2011 a las entidades de crédito y 529,5 millones de euros en febrero de 2012 (Banco Central Europeo, 2012). Por lo tanto, se trata de una provisión de liquidez extraordinaria que debería ir volviendo a la normalidad.

La quiebra del Northern Rock y los acontecimientos del 2007 abrieron el debate sobre las deficiencias de regulación de los requisitos de liquidez de las entidades bancarias y el comienzo de un nuevo proceso de regulación de la misma. Como señala Cassinello (2013a) los acontecimientos que se produjeron en 2007 demostraron que la regulación existente sobre los requerimientos de capital no garantizaba la supervivencia de los bancos ante problemas temporales de liquidez.

A pesar de todo, a día de hoy el Fondo Monetario Internacional sigue reclamando al Banco Central Europeo la adopción de medidas que proporcionen liquidez al sistema financiero para que las entidades destinen el dinero a la concesión de créditos. Entre las medidas que propone se encuentran las inyecciones de liquidez a largo plazo y la recapitalización de las entidades que se encuentren en una peor situación.

La liquidez es necesaria para el funcionamiento de la economía y su escasez afecta muy negativamente al desarrollo de los mercados. Se ha pasado de un extremo de excesiva liquidez en los mercados a una situación en la que los bancos centrales tienen que inyectar liquidez para el sistema no se colapse. Mientras continúe esta situación es muy difícil que los mercados vuelvan a despegar en el corto/medio plazo.

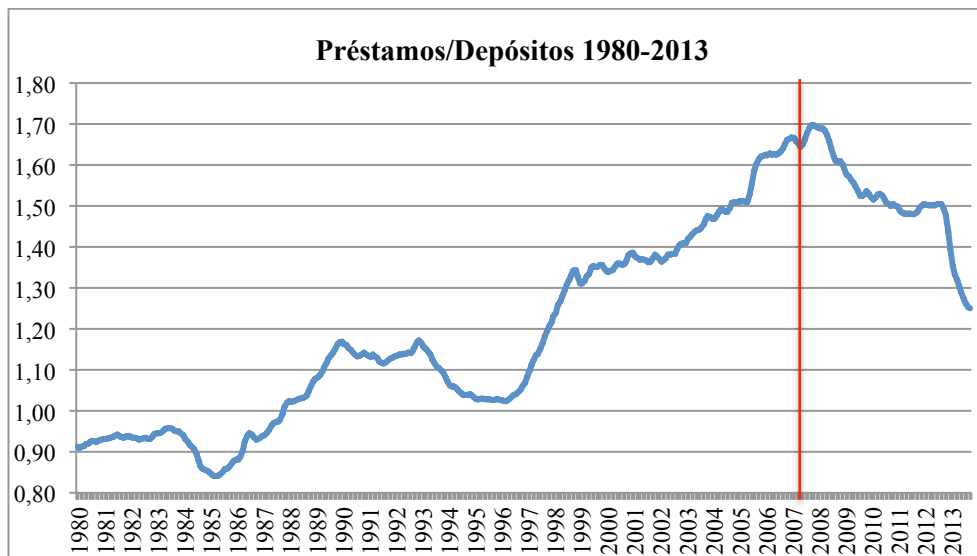
4.4. Dependencia de la financiación mayorista y endeudamiento bancario de promotores y familias

4.4.1. Dependencia de la financiación de mercados mayoristas

Según los últimos datos del Banco de España (2013), el ratio préstamos concedidos/depósitos de clientes el tercer trimestre de 2013 era de 1,25. Esto quiere decir que las entidades bancarias han reducido su dependencia del mercado mayorista hasta situarse en niveles en los que estaban a principios de 1998.

Como apunta Cassinello (2013a) una de las lecciones aprendidas de los acontecimientos de 2007 relacionados con la quiebra del banco británico Northern Rock es la importancia de la financiación en mercados minoristas los cuales son menos sensibles a las turbulencias que pueden llegar a paralizar los mercados mayoristas y podrían salvar a un banco de la quiebra por una situación de falta de liquidez temporal.

Gráfico 20. Ratio préstamos concedidos/ Depósitos de clientes desde el estallido de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

Esta caída que presenta el gráfico se debe en parte a los cambios regulatorios establecidos por el Comité de Basilea como los relativos a la liquidez. Así se ha creado el Ratio de Cobertura de Liquidez el cual obliga a las entidades a tener disponibles activos líquidos de alta calidad en una cantidad suficiente para hacer frente a posibles necesidades de salidas de caja en un escenario de estrés durante 30 días. También se ha establecido el Ratio de Financiación Estable Neto que busca que los activos que no sean líquidos se financien con pasivos a largo plazo o capital (Cassinello, 2013a).

La evolución del ratio demuestra que la banca ha mejorado su dependencia de la financiación mayorista y, a pesar de que ha caído sustancialmente desde el inicio de la crisis y la tendencia es buena, en términos históricos sigue siendo un ratio elevado.

Tabla 2. Financiación de entidades bancarias

Variable	Situación en 2007	Situación seis años después	Necesidades de mejora
Liquidez	Exceso y posterior paralización del sistema	Inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales	Las inyecciones de liquidez del BCE que actúa como sustituto de los mercados garantizan la captación de fondos mayoristas. Sin embargo, se trata de una liquidez proporcionada de forma extraordinaria.

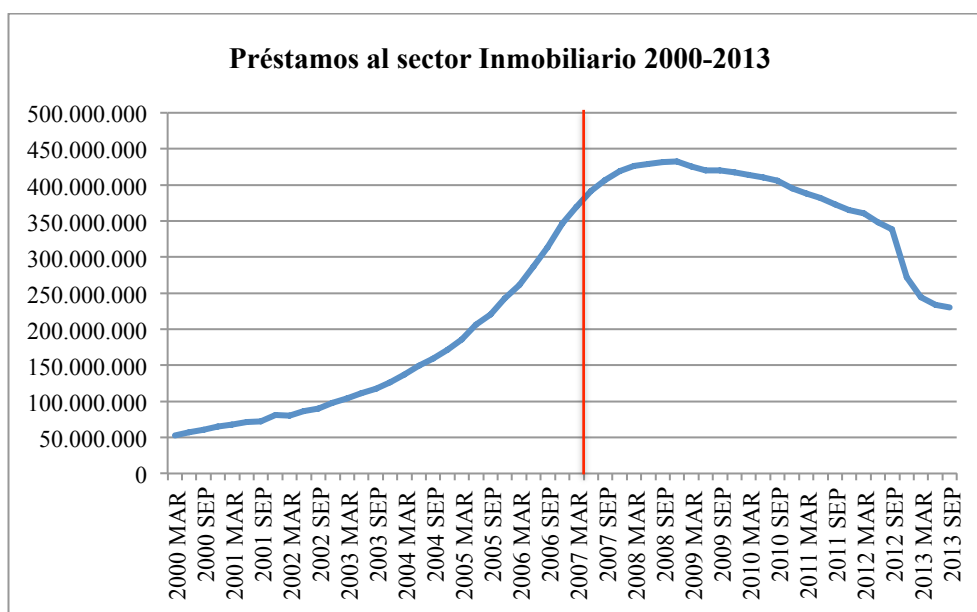
Dependencia de la financiación de mercados mayoristas	Préstamos/ Depósitos=1,7 <i>(Oct 2007)</i>	Préstamos/ Depósitos=1,25 <i>(Oct 2013)</i>	Tras la crisis se puso de manifiesto la necesidad de reducir la dependencia de los mercados mayoristas. La trasposición de los requisitos del Comité de Basilea ha hecho que los bancos busquen financiación en los mercados minoristas. Este cambio de comportamiento se refleja en el ratio que, a pesar de haber disminuido, continúa siendo elevado en términos históricos.
---	--	---	---

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

4.4.2. Crédito promotor

En cuanto a los préstamos al sector inmobiliario, que durante los años del boom crecieron a unas tasas muy superiores al crédito total o de cualquier otro sector, ha habido una disminución hasta niveles de 2005. Mientras que en el último trimestre de 2008 los créditos concedidos a este sector alcanzaron un pico por un importe total de 432.300.000 miles de euros, la cifra en el tercer trimestre de 2013 es de 230.136.946 miles de euros, último dato publicado (datos del Banco de España y el INE).

Gráfico 21. Evolución de los préstamos al sector inmobiliario desde el estallido de la crisis en miles de euros.

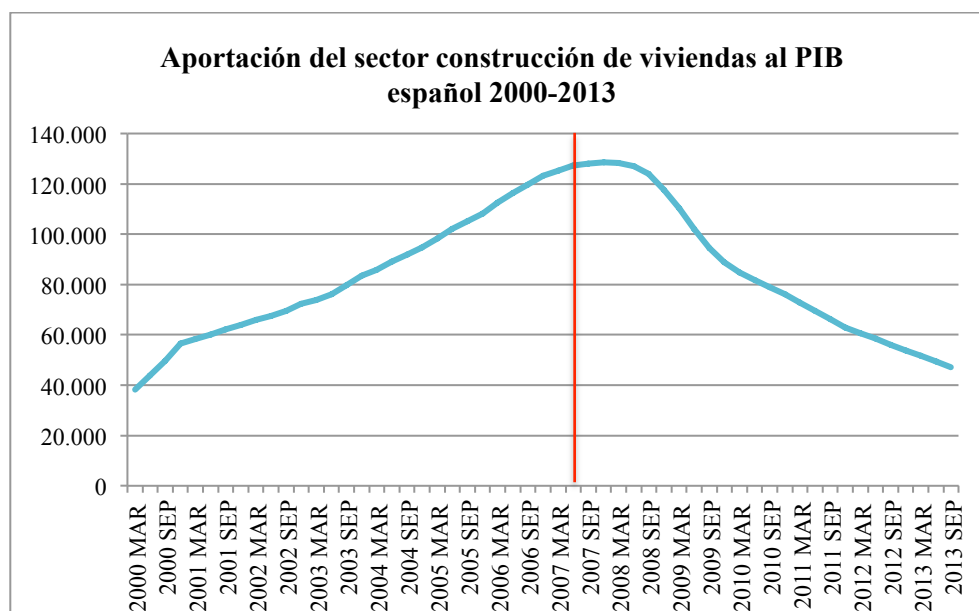


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE.

Como muestra el gráfico los préstamos al sector inmobiliario han caído hasta la mitad desde su máximo en el año 2008. De este modo, la menor construcción de viviendas está permitiendo que el stock acumulado en los últimos años se vaya absorbiendo.

Del mismo modo, la aportación del sector de la construcción de viviendas al PIB español es mucho menor a la de los años de la burbuja inmobiliaria, donde alcanzó los 128.600 millones de euros a finales de 2007. En el tercer trimestre de 2013 el sector de construcción de viviendas supuso una aportación al PIB español de 47.233 millones de euros lo cual supone una disminución en torno al 63%.

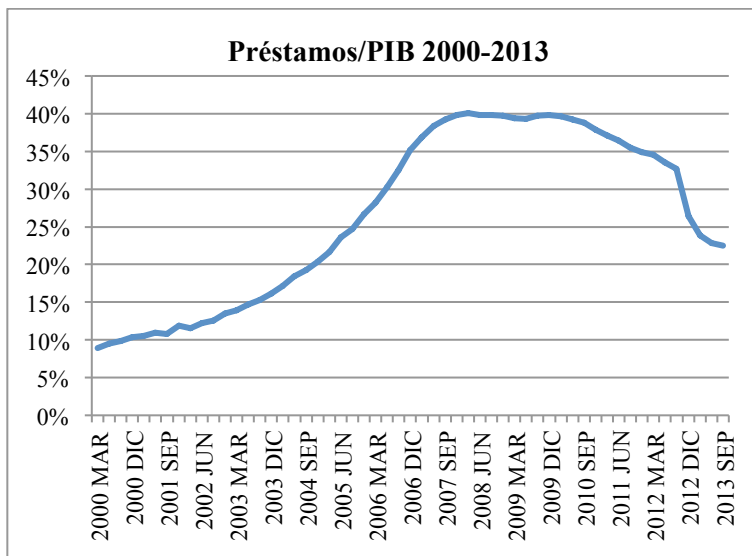
Gráfico 22. Evolución de la aportación del sector construcción de viviendas al PIB español desde el estallido de la crisis en millones de euros.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE.

Si vemos la relación entre el crédito y el PIB, concretamente el peso de los préstamos al sector construcción de viviendas sobre el PIB se aprecia que mientras que en el primer trimestre del año 2000 el cociente era un 9%, en el año 2008 este crédito pasó a representar un 40% del PIB. En el tercer trimestre de 2013 se ha reducido el peso hasta el 23%.

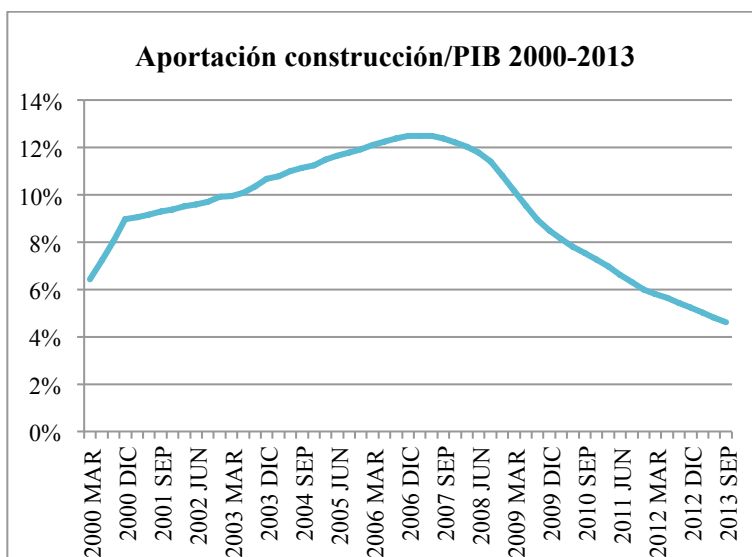
Gráfico 23. Evolución del ratio préstamos al sector construcción de viviendas/ PIB hasta 2013.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE.

Siguiendo la misma línea, lo que representa la aportación del sector construcción de viviendas al PIB español sobre el PIB nominal también se ha reducido. Así, mientras que durante el 2007 la aportación de la construcción fue del 12% (como porcentaje del PIB), en el tercer trimestre de 2013 el cociente es del 5%. Este dato refleja como el excesivo peso que llegó a tener el sector de la construcción en España se ha reducido hasta los niveles medios de la Unión Europea que están en torno al 5 y el 7%.

Gráfico 24. Evolución del ratio aportación del sector construcción de viviendas al PIB español/ PIB hasta 2013.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE.

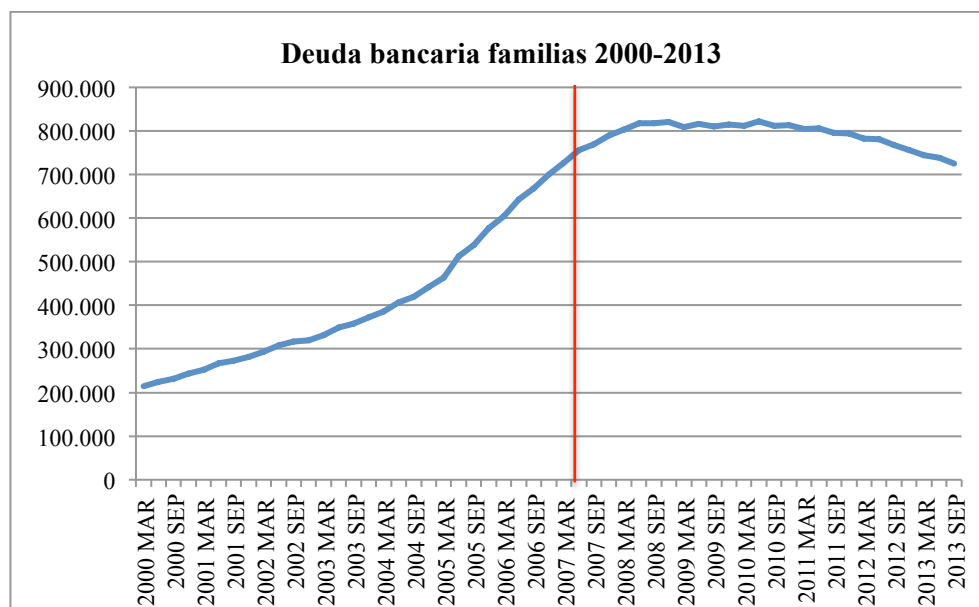
Estas variables muestran una corrección que puede considerarse adecuada a un crecimiento sostenible, ya que la disminución de los créditos a promotores se debe al stock de vivienda acumulado durante los años de la burbuja inmobiliaria y la necesidad de que el mercado lo vaya absorbiendo. Por su parte el peso del sector en el PIB español se acerca a la media europea. Sin embargo, el sector de la construcción ha sido uno de los grandes motores de crecimiento de la economía española a lo largo de los últimos años y su menor peso en el PIB ralentiza el crecimiento de la economía.

4.4.3. Deuda bancaria de las familias españolas

La deuda bancaria de las familias se mantiene en niveles aún elevados, aunque ha habido una reducción desde los niveles de 2007 y 2008. Hay que tener en cuenta que la vivienda es la principal causa de endeudamiento de este sector.

El pico de 819.000 millones de euros al que llegó la deuda bancaria de las familias en el último trimestre de 2008 se sitúan en el tercer trimestre de 2013 en 724.319,242 millones de euros, representando un 107% de la renta bruta disponible (datos del Banco de España y del INE).

Gráfico 25. Evolución de la deuda bancaria de las familias desde el estallido de la crisis en millones de euros.

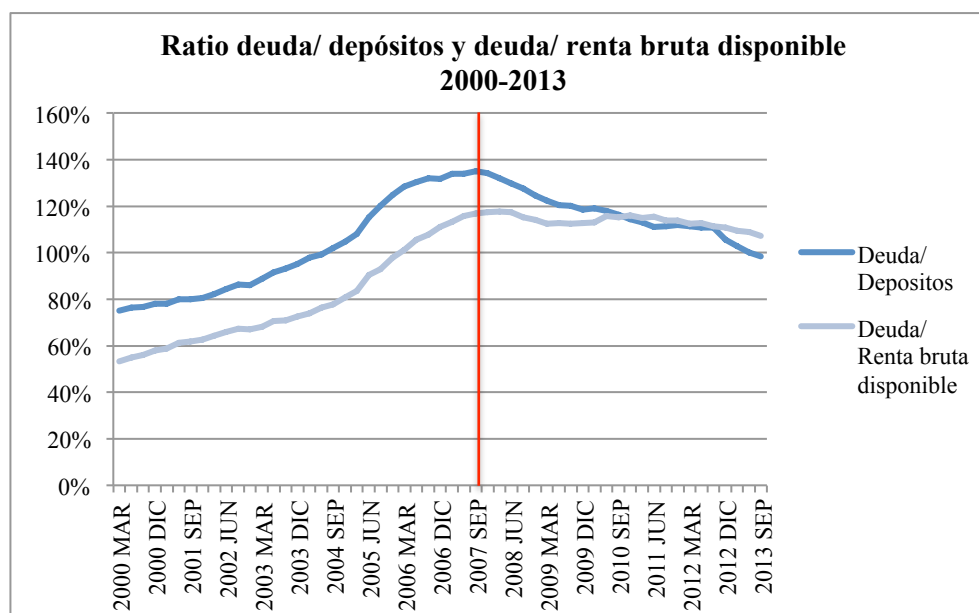


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE

En términos históricos estas cifras son muy elevadas y se debe en parte a que en España, a diferencia de los países anglosajones, la ejecución de la garantía real, en este caso hipoteca, no supone la cancelación total de la deuda que garantiza.

Por su parte, el porcentaje deuda/depositos de las familias españolas ha disminuido pero sólo hasta el 98% en el último trimestre de 2013, desde el 135% al que llegó en el punto álgido de la burbuja en 2007.

Gráfico 26. Evolución de los ratios deuda bancaria/ depósitos y deuda bancaria/ renta bruta disponible de las familias desde el estallido de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y del INE

Este alto nivel de endeudamiento continúa siendo un problema para la economía española² y requiere una mejora en el tiempo. El crecimiento del paro y la caída de la actividad económica hacen muy difícil que las familias puedan desendeudarse al menos hasta que la actividad económica se recupere.

² Según el Banco de España, la deuda de las familias y las empresas duplica el PIB situándose entorno a 2,2 billones de euros.

4.5. Burbuja inmobiliaria

El precio medio de la vivienda por metro cuadrado en España en 2007 con el registrado en 2012 muestra una caída de casi un 40% desde 2.458 euros hasta 1.526 euros (datos de Atasa). Esto ha hecho que el precio medio de la vivienda caiga desde 232.700 euros en 2007 a 156.000 euros en 2012.

Por lo tanto, la sobrevaluación que existía en el punto álgido de la burbuja se ha corregido y el precio de la vivienda se aproxima a los niveles que tenía en 2002 correspondiéndose con el nivel de salarios y valores reales de los inmuebles. Se trata de una corrección muy significativa que debería ser suficiente para que el sector se recupere una vez vuelva el crédito.

Gráfico 27. Evolución del precio medio de la vivienda hasta 2012.

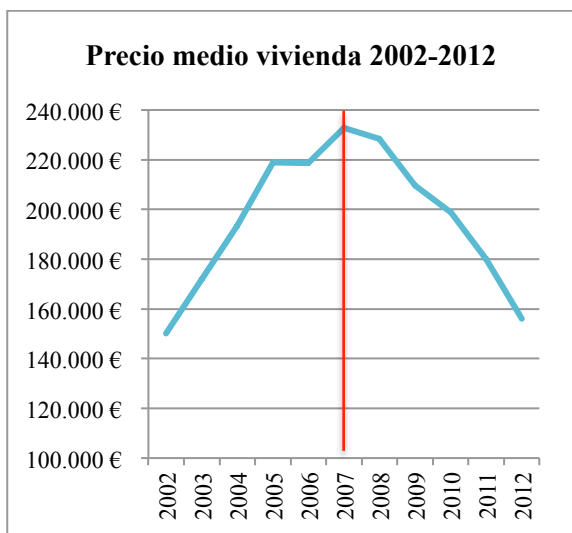
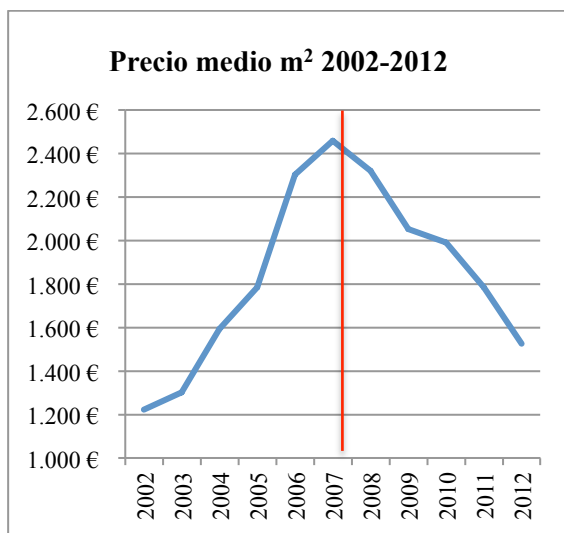


Gráfico 28. Evolución del precio medio de la vivienda por m² hasta 2012.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Asociación Profesional de Sociedades de Tasación (Atasa) contenidos en los Boletines Económicos del Banco de España.

Por su parte, las contrataciones para realización de obra nueva de vivienda se han desplomado y en 2012 se registraron 44.162 frente a 651.427 en 2007 lo que supone una caída del 93% (datos del INE). Las contrataciones para ampliar, reformar y/o restaurar también han caído respecto de las cifras de 2007 aunque en menor medida, registrándose 2.487 para ampliar y 23.007 para reformar y/o restaurar frente a 7.884 y 29.540 respectivamente en 2007.

Gráfico 29. Contrataciones para obra nueva de vivienda hasta 2012.

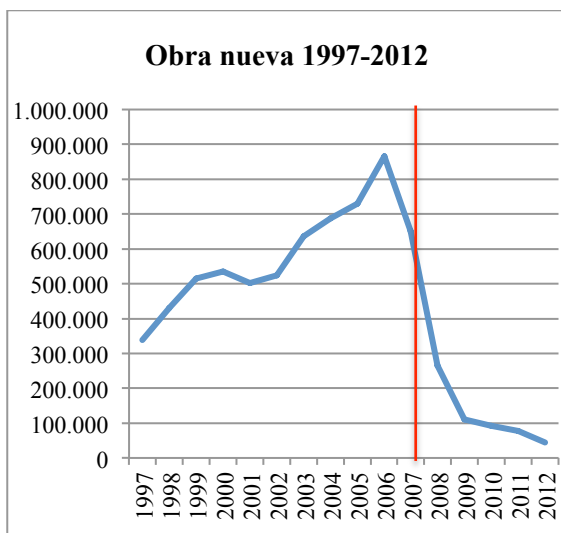


Gráfico 30. Contrataciones para ampliar vivienda hasta 2012.

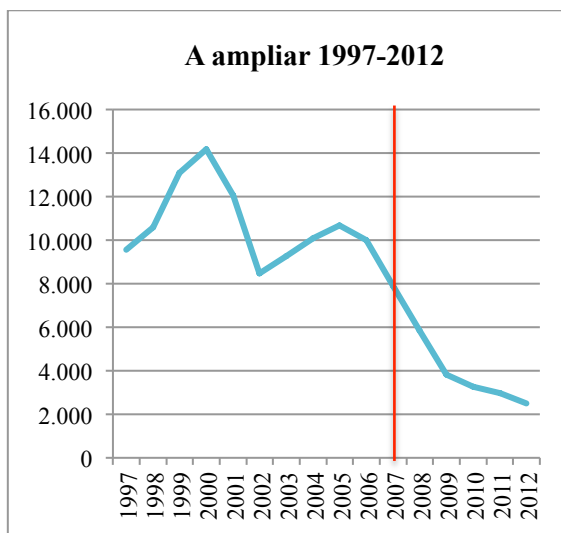


Gráfico 31. Contrataciones para reformar y/o restaurar vivienda hasta 2012.

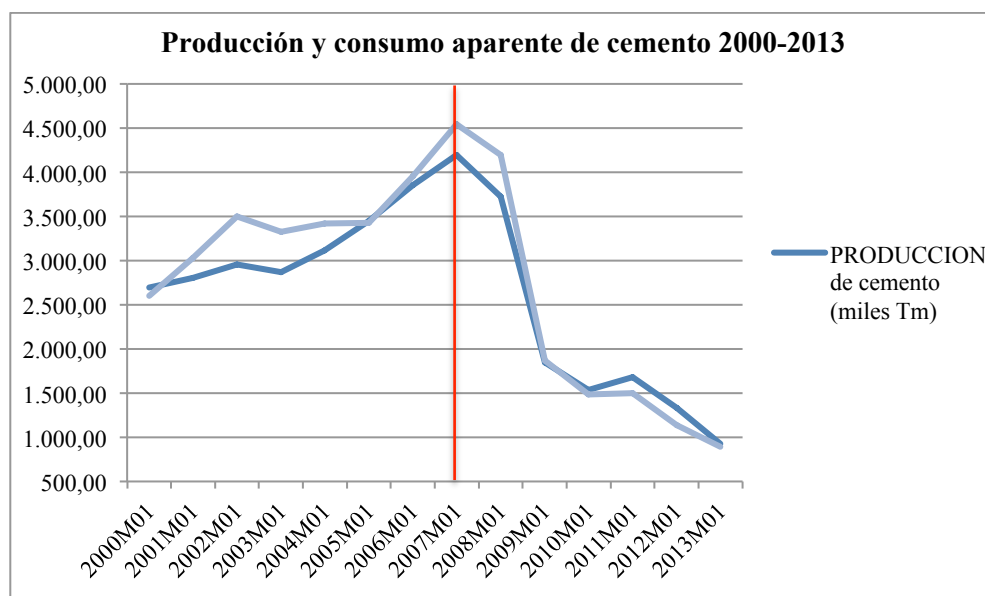


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

El volumen de contratación de obra nueva es inferior al que debería haber en un país como España que debería estar entre las 150.000 y 200.000 al año. Sin embargo, dada la necesidad de eliminar el stock de vivienda nueva existente la cifra registrada en 2012 muestra una corrección razonable y demuestra que el mercado está ajustando el exceso de stock.

En cuanto a la producción y consumo de cemento ha habido una reducción desde 2007 hasta 2013 de alrededor del 80% (datos del INE). Así la producción de cemento que se situaba en enero de 2007 en 4.196,1 miles Tm registró una caída desde entonces hasta 923,7 miles Tm en enero de 2013. Por su parte el consumo aparente registrado en enero de 2013 ha sido de 892,8 miles Tm frente a 4.541,8 miles Tm en el mismo mes de 2007.

Gráfico 32. Evolución de la producción y el consumo aparente de cemento antes de la crisis en miles Tm.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

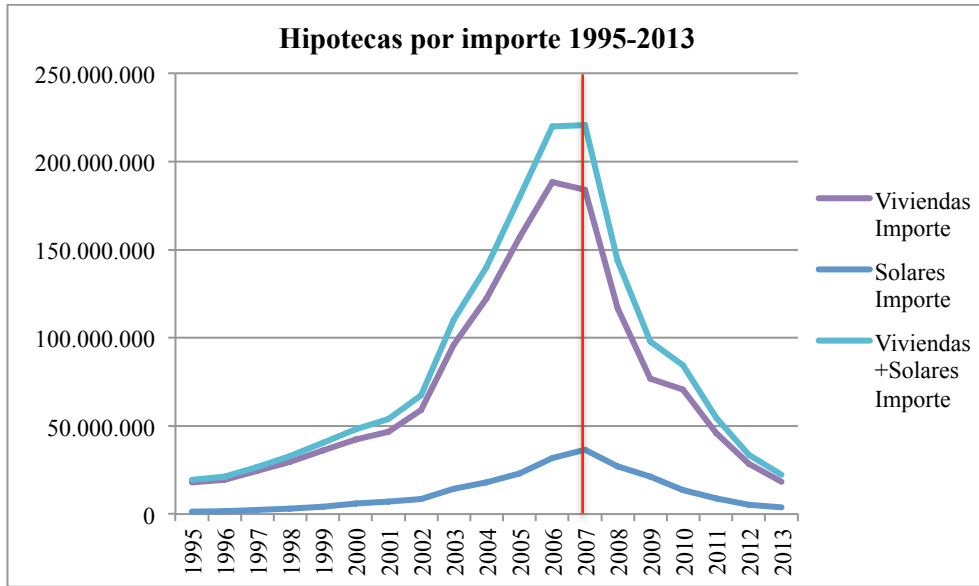
Al igual que la contratación de obra nueva ha caído, el consumo y la producción de cemento también se ha desplomado. Todos estos ajustes eran necesarios para deshacer la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, a esto hay que añadir que gran parte de la producción y consumo de cemento va destinado a obra civil la cual también ha disminuido.

4.6. El mercado hipotecario

El número e importe total de hipotecas concedidas es uno de los factores que mayores cambios ha experimentado desde el inicio de la crisis.

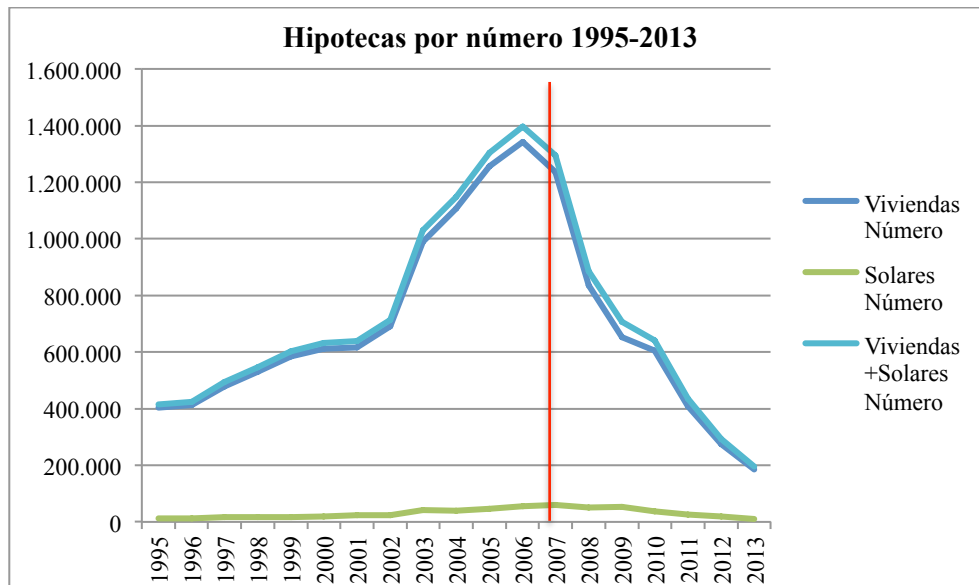
Ya en el año 2008 hubo un desplome del volumen de hipotecas desde un importe total de 220.529.490 miles de euros registrado en 2007 a 143.848.607 miles de euros en 2008 con la concesión de 886.217 hipotecas frente a 1.294.750 en 2007. En noviembre de 2013 la cifra es de 195.616 hipotecas que suponen un importe total de 22.186.605 miles de euros (datos del INE).

Gráfico 33. Hipotecas concedidas por importe desde el estallido de la crisis en miles de euros.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Gráfico 34. Hipotecas concedidas por número desde el estallido de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

A pesar de que la disminución del número e importe de hipotecas concedidas desde las cifras de 2007 es un ajuste necesario para deshacer la burbuja, la caída de las hipotecas es perjudicial para la economía ya que denota que no sólo es la construcción de vivienda nueva la que se encuentra estancada sino que el stock de vivienda acumulado en años anteriores se reduce muy lentamente. El mercado se encuentra muy parado. La

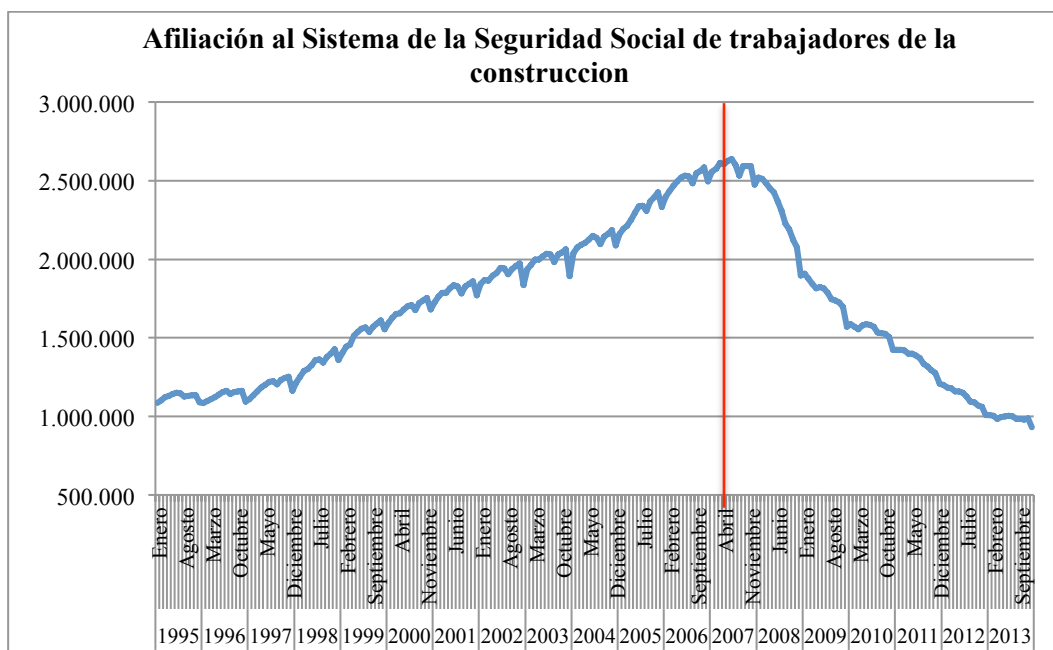
eliminación de la garantía personal de los créditos hipotecarios haría que los bancos se fijasen más en el valor real de mercado del activo hipotecado.

4.7. Contratación en el sector de la construcción

El volumen de personas contratadas en el sector de la construcción constituye otra de las variables que muestra una mayor corrección a día de hoy.

El número de trabajadores afiliados del sector de la construcción era en diciembre de 2013 de 929.897 personas (datos de la Seguridad Social). Esta cifra supone una reducción del número de trabajadores afiliados del sector de casi el 65% desde el máximo que alcanzó en 2007 con 2.638.659 afiliados, situándose en niveles inferiores a los del año 2000 como muestra el gráfico siguiente.

Gráfico 35. Evolución de la afiliación al Sistema de la Seguridad Social de los trabajadores de la construcción desde el estallido de la crisis



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Entre el año 2000 y 2007 el número total de afiliados aumentó en 3.959.537 de los cuales 794.416 corresponden al sector de la construcción. Por el contrario desde 2007 hasta hoy el número total de afiliados ha caído en 2.884.162 de los cuales 1.545.991 corresponden al sector de la construcción.

Las cifras actuales reflejan una corrección del mercado teniendo en cuenta el stock de vivienda nueva que hay y la caída en la contratación de obra nueva, para ampliar y para

reformular y/o restaurar. Sin embargo, el coste de este ajuste es el aumento del paro y la necesidad de reconversión de estos trabajadores. Por lo tanto, el sector de la construcción es el que muestra un mayor ajuste desde los niveles de 2007.

Tabla 3. Sector construcción de vivienda (I)

Variable	Situación en 2007	Situación seis años después	Sostenibilidad de la mejora
Crédito promotor	Crédito promotor: 419.156.740 miles de euros Crédito promotor/PIB: 40% Aportación Construcción viviendas/PIB: 12% <i>(Dic 2007)</i>	Crédito promotor: 230.136.946 miles de euros Crédito promotor/PIB: 23% Aportación Construcción viviendas/PIB: 5% <i>(Sept 2013)</i>	La reducción de los créditos al promotor en casi un 50% se debe a la menor construcción de viviendas por el stock acumulado y permite que el mercado vaya absorbiendo este stock. Los ratios crédito promotor/PIB y aportación del sector construcción de viviendas al PIB presentan unas correcciones que suponen un menor peso del sector en la economía española y una aproximación a la media europea.
Precio vivienda	2.458 euros/m ²	1.526 euros/m ²	Esta caída de casi el 40% supone un ajuste a los niveles de salarios y precios reales. Debería ser una corrección suficiente para que el mercado se recuperase una vez vuelva el crédito.
Contratación de construcción de vivienda	Obra nueva: 651.427 A ampliar: 7.884 A reformar/ restaurar: 29.540	Obra nueva: 44.162 A ampliar: 2.487 A reformar/ restaurar: 23.007	A pesar de que el volumen de contrataciones es inferior al que debería ser en España y presenta una caída del 93% desde 2007, la cifra se debe al stock acumulado durante los años de la burbuja en los que se ha llegado a un ratio de una vivienda por menos de dos personas y a la necesidad de ajuste del mercado.
Consumo y producción de cemento	Producción: 4.196,1 miles Tm Consumo: 3.427,6 miles Tm <i>(Enero 2007)</i>	Producción: 923,7 miles Tm Consumo: 892,8 miles Tm <i>(Enero 2013)</i>	Estas disminuciones entre el 75 y 80% se corresponden con la caída general del sector. Sin embargo una parte importante de este consumo y producción va destinado a obra civil por lo que no todo se debe al mercado de la vivienda.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España, INE.

Tabla 4. Sector construcción de vivienda (II)

Variable	Situación en 2007	Situación seis años después	Necesidad de mejora
Contratación en el sector construcción	2.638.659 afiliados a la Seguridad Social <i>(Jun 2007)</i>	929.897 afiliados a la Seguridad Social <i>(Dic 2013)</i>	Las correcciones anteriores eran necesarias para ajustar el mercado al stock de vivienda acumulado pero el coste es un aumento del desempleo (65% en el sector) y la emigración.
Mercado hipotecario (viviendas + solares)	Importe: 220.529.490 miles de euros Número: 1.294.750	Importe: 22.186.605 miles de euros Número: 195.616	A pesar de que el importe y número de 2007 ha caído en casi un 90%, los datos indican que no sólo ha caído la construcción de vivienda nueva sino que el stock acumulado se reduce lentamente. Eliminar la garantía personal de las hipotecas haría que los bancos se fijasen más en el valor del bien hipotecado.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

4.8. Contratación en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas

Al igual que la contratación de personas en sucursales creció durante los años de la burbuja pero en menor medida que la contratación en el sector de la construcción, con el comienzo de la crisis la contratación en sucursales ha caído pero igualmente en menor medida que en el sector de la construcción.

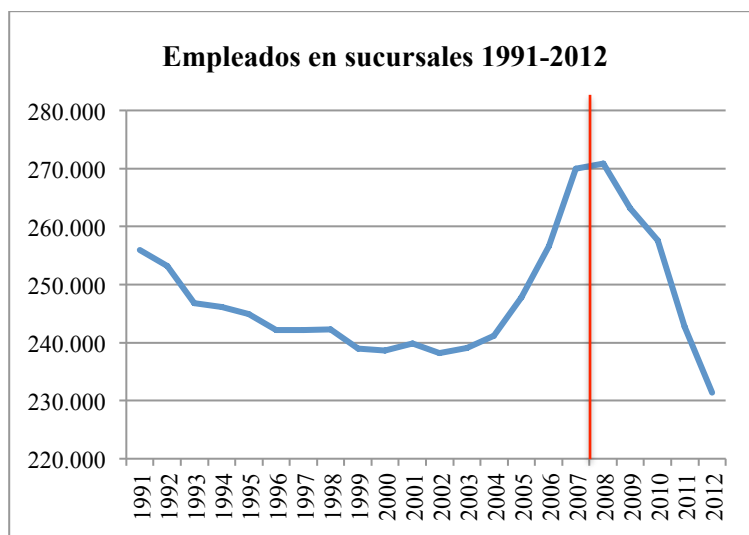
Los empleados en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas eran en el año 2008 un total de 270.855, máximo nivel alcanzado, mientras que en 2012 disminuyeron hasta un total de 231.389 empleados (datos del Banco de España). Esto supone una reducción en 4 años del 15%.

Sin embargo, en cuanto al número de empleados por sucursal se constata que esta cifra se ha mantenido constante desde el inicio de la crisis e incluso ha habido un ligero aumento del número de empleados por sucursal desde los 6 empleados de 2007 a 6,1 registrados en 2012.

Esto indica que así como el número de sucursales creció a un ritmo más elevado que la contratación de personas para las mismas en los años del boom, actualmente el cierre de

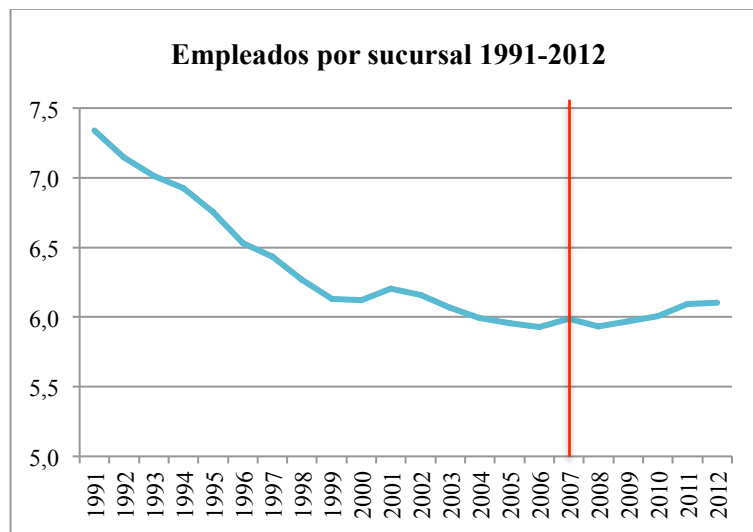
sucursales es superior en proporción a los despidos y por ello el número de empleados por sucursal muestra un ligero incremento en los últimos cuatro años.

Gráfico 36. Evolución del número de empleados en sucursales de bancos, cajas de ahorro y cooperativas hasta 2012.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

Gráfico 37. Evolución del número de empleados por sucursal de bancos, cajas de ahorro y cooperativas hasta 2012.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

4.9. Número de sucursales

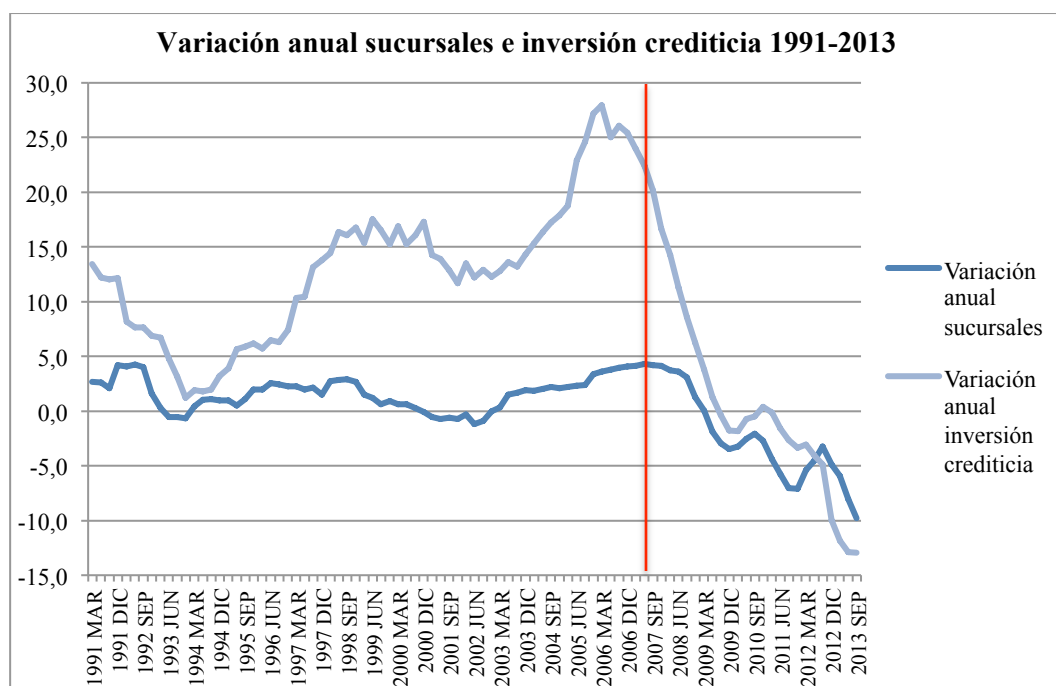
Como se ha mencionado en el capítulo 2, el ritmo de crecimiento anual del volumen de sucursales en España comenzó a disminuir a partir del tercer trimestre de 2007. La variación anual empezó a ser negativa a partir del segundo trimestre de 2009, lo que

implica que es partir de entonces cuando los bancos, cajas y cooperativas comenzaron a cerrar sucursales. Esta variación anual negativa se mantiene hasta el tercer trimestre de 2013 que recoge una variación de -9,8% (datos del Banco de España). Esta evolución de los últimos años ha supuesto que el volumen de sucursales haya disminuido desde el pico de 45.707 que alcanzó en el tercer trimestre de 2008 hasta 35.238 registradas en el tercer trimestre de 2013, niveles que había en 1992 y 1993.

Por lo tanto se ha producido un fuerte ajuste en el número de sucursales al haberse reducido las mismas en un 22% desde el inicio de la crisis. En consecuencia, el ajuste en el número de empleados en sucursales que se ha reducido en un 15% también era necesario y es coherente con la situación actual.

Por su parte, la variación anual de la inversión crediticia también se ha desplomado. El crecimiento comenzó a disminuir a finales de 2006 y a partir del tercer trimestre de 2009 la variación comenzó a ser negativa. Los valores negativos se mantienen hasta el tercer trimestre de 2013 con una variación anual de -12,9% en. El siguiente gráfico muestra la evolución histórica desde 1991 de estas dos variables.

Gráfico 38. Evolución de la variación anual de sucursales y la inversión crediticia desde el estallido de la crisis.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

Por lo tanto, la crisis puso en evidencia la necesidad de reducir el tamaño y los riesgos del sector bancario que tenía un exceso de capacidad. De este modo, se resumen los siguientes ajustes previamente analizados.

Tabla 5. Sector bancario

Variable	Situación en 2007	Situación seis años después	Sostenibilidad de la mejora
Contratación en sucursales	269.920 Empleados por sucursal: 6	231.389 Empleados por sucursal: 6,1	La contratación de personal en las redes de oficinas ha caído en un 15%, que se corresponde con las fusiones de bancos y desapariciones de cajas. De este modo, el número de empleados por sucursal se ha mantenido prácticamente contante y la reducción se debe principalmente al cierre de sucursales.
Número de sucursales	45.086 <i>Dic (2007)</i>	35.238 <i>Sept (2013)</i>	El número de sucursales ha disminuido en un 22% desde el máximo alcanzado en 2008 lo cual supone un fuerte ajuste y eliminación del exceso de capacidad.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

4.10. Flujos migratorios

Desde 2010 hay un saldo migratorio negativo dado que el flujo de inmigración ha disminuido y el flujo de emigración continúa en aumento desde el comienzo de la crisis.

Ya en 2008 las entradas de inmigrantes comenzaron a caer, desde las 920.534 personas que se registraron en 2007 hasta 599.074 inmigrantes en el año 2008 (datos del INE). En el año 2009 volvió a disminuir el flujo de inmigración a la vez que aumentaba el flujo de emigración, situación mantenida hasta 2012.

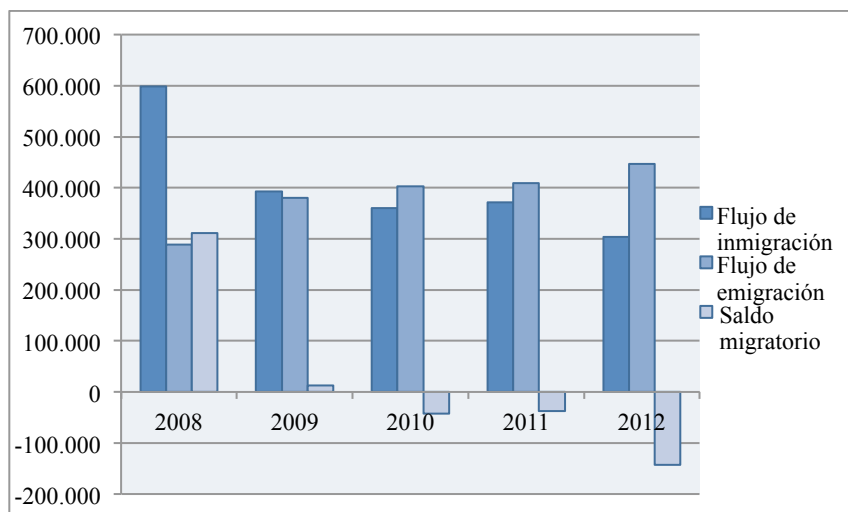
La siguiente tabla y el gráfico muestran la evolución de los flujos migratorios en España en los últimos años.

Tabla 6. Evolución de los flujos migratorios desde el año 2008 hasta 2012.

Año	Flujo de inmigración	Flujo de emigración	Saldo migratorio
2008	599.074	288.432	310.642
2009	392.963	380.118	12.845
2010	360.704	403.379	-42.675
2011	371.335	409.034	-37.699
2012	304.054	446.606	-142.552

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Gráfico 39. Evolución de los flujos migratorios en España en el periodo 2008-2012.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Nos encontramos con una situación opuesta a la que había en los años de la burbuja inmobiliaria. El incremento del desempleo y la menor entrada de inmigrantes debido a la recesión contribuyen a la formación de un saldo migratorio negativo. La caída del flujo de inmigración y el aumento de la emigración no es bueno para ninguna economía ya que provoca una menor demanda de vivienda ya sea nueva o de segunda mano. Además el saldo migratorio negativo afecta negativamente a la demanda interna y al crecimiento del PIB.

4.11. La problemática de la responsabilidad de las agencias de calificación

Desde los inicios de la crisis muchos autores abogaban por la necesidad de una regulación de la responsabilidad de las agencias de rating. También se apuntaba a la necesidad de un cambio en el sistema de pago de manera que sean los inversores los que paguen a las agencias, en lugar de los emisores (Novales, 2010).

En noviembre de 2011 la Comisión Europea puso en marcha una iniciativa legislativa para reforzar la regulación de las agencias de rating, normativa que ha entrado en vigor el 20 de Junio de 2013. Esta nueva legislación europea pretende solucionar tres problemas: la excesiva dependencia de los mercados financieros y los inversores en las calificaciones de las agencias, la poca transparencia de los criterios y metodologías empleadas en los ratings soberanos y la falta de competitividad debido a la alta concentración de la industria de las Agencias de Calificación Crediticia (ACC) (Gómez-Acebo & Pombo, 2013).

Respecto del primer problema, la nueva legislación obliga a las instituciones financieras a crear modelos de calificación crediticia y desarrollar sus propias evaluaciones de riesgo así como proporcionar a los interesados la información relevante necesaria para sus decisiones. Destaca la creación de la Plataforma Europea de Calificación Crediticia donde se podrán encontrar publicadas las calificaciones a partir de junio de 2015 permitiendo así la comparación de los ratings de las distintas agencias.

En cuanto al segundo problema, la nueva legislación exige especial responsabilidad a las agencias al calificar la deuda soberana de forma que se consideren las especificidades de cada Estado Miembro. Para evitar perturbaciones habrá un calendario fijo para presentar los ratings soberanos no solicitados y la publicación se hará en viernes con los mercados cerrados. Además deberá ir acompañada de un informe que justifique la calificación. Una novedad relevante es la posibilidad de pedir responsabilidad civil e indemnizaciones a las ACC en caso de que estas calificaciones contengan fallos deliberados o por negligencia. Además, con el objetivo de acabar con los conflictos de interés se establece la obligación por parte de las ACC de informar públicamente en caso de que un accionista posea al menos el 5% del capital o derechos de voto de la agencia y de una entidad calificada al mismo tiempo y en caso de que ambos porcentajes sean del 10% o superior se prohíbe que la agencia califica dicha entidad. Por último se establece un mecanismo de rotación obligatoria de las agencias para calificar reitulizaciones y que debe aplicarse de manera creíble. Para ello, el periodo de rotación debe ser lo suficientemente largo como para que la nueva agencia pueda realizar su servicio de manera efectiva sin superar los cuatro años y excluye del mecanismo de rotación a las agencias más pequeñas.

Con relación al tercer y último problema, la industria de las ACC se encuentra dominada por tres agencias: Moody's, Standard and Poor's y Fitch. Esta ausencia de competencia debe resolverse y con el objetivo de disminuir esta concentración la legislación europea trata de estimular la contratación de dos agencias a la vez, siendo una de ellas una agencia distinta de las tres dominantes.

Además cabe destacar la cantidad de Reglamentos Delegados que se han firmado en los últimos años relativos a la regulación de las agencias de calificación y aparecen publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

- Reglamento Delegado (UE) nº 946/2012 de la Comisión, de 12 de julio de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante normas de procedimiento relativas a la imposición de multas a las agencias de calificación crediticia por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, incluidas normas relativas a los derechos de defensa y disposiciones temporales.
- Reglamento Delegado (UE) nº 449/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la certificación de las agencias de calificación crediticia.
- Reglamento Delegado (UE) nº 448/2012 de la Comisión de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia deberán comunicar a un registro central establecido por la Autoridad Europea de Valores y Mercados.
- Reglamento Delegado (UE) nº 447/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia.
- Reglamento Delegado (UE) nº 446/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento

Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre el contenido y el formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán presentar las agencias de calificación crediticia a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Por tanto, en Europa se han dado pasos hacia una mayor regulación y control de las agencias de calificación. Habrá que ver su implementación con el tiempo. Sin embargo, sería necesario profundizar más en el régimen de responsabilidad de las mismas de manera que asuman efectivas responsabilidades por el incumplimiento de sus deberes y obligaciones y exista un idéntico mecanismo a nivel mundial.

5. CONCLUSIONES

Las principales variables económicas en España analizadas antes y después de la crisis financiera no se encuentran en los niveles en los que estaban en los años previos al estallido de la burbuja. Muchas se han corregido y se encuentran en niveles que pueden ser considerados adecuados a un crecimiento sostenible pero otras continúan mostrando niveles no adecuados a un crecimiento económico estable.

Las variables analizadas que muestran una corrección hacia valores sostenibles acordes a un crecimiento económico son los tipos de interés, el crédito promotor, el precio de la vivienda, la combinación de la política fiscal con una política monetaria preocupada por la inflación, las contrataciones para obra nueva de vivienda, el consumo y producción de cemento, la contratación en el sector de la construcción y de la banca y el número de sucursales de entidades de crédito.

En contraposición las variables liquidez, dependencia de la financiación de mercados mayoristas, endeudamiento de las familias, mercado hipotecario y la regulación de las agencias de calificación aún no se han corregido en la dirección y cuantía que puede ser considerada necesaria.

De acuerdo con el análisis realizado, hay variables que han recuperado o tienen una tendencia hacia valores razonables desde el punto de vista financiero y el entorno económico. En concreto, de cada variable resumimos a continuación su contribución hacia una mejora futura y/o adecuación a los niveles de otros países del entorno.

1.- En relación con los tipos de interés: Se ha producido un ajuste en los tipos de interés que alcanzaron niveles superiores al 4% situándonos en la actualidad en un tipo de intervención del Banco Central Europeo del 0,25%. Es decir, estamos en una tendencia bajista de tipos que favorece la inversión y el crecimiento económico. No obstante estos niveles se deben a la intervención en los mercados del BCE, no siendo sostenible en el medio plazo, aportando gran liquidez pero faltando la fluidez del crédito por parte de las entidades financieras al sector privado. Los niveles de esta variable contribuyen a la estabilidad y posible crecimiento. Es el mercado del crédito a las empresas el que queda pendiente de mejora.

2.- En relación con la inflación, se pone de manifiesto que el sólo control de la inflación no es suficiente para evitar burbujas en precios de activos como la vivienda. Se ha tomado más conciencia de la necesidad de reajustar los presupuestos del sector público y no apoyarse en una inflación y tipos de interés bajos para aumentar el endeudamiento a niveles excesivos. En este sentido se han producido ajustes hacia una reducción del déficit público, vía aumento de ingresos y reducción de gastos públicos.

3.- En relación con la financiación de los bancos las inyecciones de liquidez por parte del BCE garantizan la captación de fondos mayoristas. Sin embargo, se trata de una liquidez proporcionada de forma extraordinaria por los bancos centrales que actúan como sustitutos de los mercados. Tras la crisis se puso de manifiesto la necesidad de reducir la dependencia de los mercados mayoristas. En este sentido, se ha analizado el ratio préstamos concedidos/depósitos de clientes para confirmar que la tendencia es de aumento de depósitos dependiendo menos de los mercados mayoristas en general en el sector, pasando de un ratio de 1,7 en octubre de 2007 a 1,25 en octubre de 2013. Aún así, este ratio continúa siendo elevado.

4- Las variables relacionadas con la construcción de viviendas (crédito promotor, precio medio de la vivienda, contratación de obra nueva, consumo y producción de cemento, contratación en el sector) son las que muestran un mayor nivel de ajuste y reducción a niveles más acordes al entorno del resto de países europeos. El exceso de viviendas construidas y obra civil exigía una reducción drástica. Así podemos ver que el crédito promotor se reduce del 40% (como porcentaje del PIB) al 23% y la aportación de la construcción de viviendas del 12% (como porcentaje del PIB) al 5%, disminuyendo la dependencia de la economía española del sector y acercándonos a la media europea. Además la burbuja de activos llevó a los precios de la vivienda a niveles desproporcionados con los salarios y valores reales. En este sentido el ajuste también ha sido importante, habiendo caído en torno a un 40% en los cinco años transcurridos desde el inicio de la crisis. Así mismo la contratación de obra nueva de vivienda se ha reducido en un 93% desde el inicio de la crisis y el consumo y producción de cemento entre un 75 y un 80% debido al stock de vivienda acumulado y a la necesidad de ajuste del mercado. Estas correcciones eran necesarias para deshacer la burbuja inmobiliaria a pesar de que el coste de estos ajustes es el aumento del desempleo en el sector, que necesita una reconversión, y el incremento de la emigración.

5.- En cuanto al endeudamiento de las familias hay que tener en cuenta que la vivienda es la principal causa del endeudamiento de este sector. La deuda bancaria que se ha reducido en un 9% desde 2007 y el peso de la deuda que ha pasado del 118% (como porcentaje de la renta bruta disponible) al 107% siguen siendo valores altos y aún continúa siendo un problema que requiere una mejora en el tiempo. Además la financiación a tipo variable es un riesgo ante posibles subidas de los tipos en el futuro.

6.- Respecto al sector bancario, se ha analizado el número de sucursales y personal en las mismas. Es un sector que como consecuencia de la crisis financiera se ha puesto en evidencia la necesidad de reducir su tamaño y sus riesgos. En relación con el tamaño no sólo se han reducido sus balances, sino también los canales de distribución, reduciéndose el número de empleados en un 15% y el número de oficinas en un 22%. El número de empleados por sucursal se ha mantenido prácticamente constante por lo que la reducción en la contratación se debe principalmente al cierre de sucursales por las fusiones de los bancos y desapariciones de cajas para ajustar el exceso de capacidad.

7.- Por último, y en otro ámbito, se ha analizado la situación respecto a las agencias de rating que jugaron un papel importante y discutido en la crisis financiera. No parece que se haya avanzado lo suficiente en este ámbito porque siguen siendo pocas y faltaría todavía mayor regulación y supervisión.

Por lo tanto, sí podemos confirmar una mejora en determinados indicadores que reflejan un reajuste como son la reducción de la actividad del sector construcción, la caída del precio y número de viviendas y la combinación de una política fiscal con una política monetaria preocupada por la inflación, aunque faltan indicadores fundamentales por ajustar sus valores destacando la liquidez proporcionada por los bancos centrales, los bajos tipos de intervención y la dependencia de la financiación mayorista.

6. BIBLIOGRAFÍA

Álvarez, J. A. (2008). La banca española ante la actual crisis financiera. *Estabilidad financiera*, 15, 21-38. Extraído el 28 de enero de 2014 desde <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/Nov/Fic/ief0215.pdf>

Álvarez, N., & García, B. M. (2009). Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas. *Viento sur: por una izquierda alternativa*, (100), 21-32. Extraído el 20 de febrero de 2014 desde <http://www.vientosur.info/articulosabiertos/VS-100-02-alvarezymedialdea-financiarizacion.pdf>

Amigot B. (2013). Siete efectos de la bajada de los tipos de interés anunciada por Draghi [Versión electrónica], *Expansión*. Extraído el 2 de febrero de 2014 desde <http://www.expansion.com/2013/11/07/economia/1383851206.html>

Banco Central Europeo (2012). Informe anual. Extraído el 15 de enero de 2014 desde <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/InformeAnualBCE/12/Fich/cap1.pdf>

Banco de España (2013), *Boletín Económico*, julio-agosto 2013. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Jul/Fich/be1307.pdf>

_ (2012), *Boletín Económico*, septiembre 2012. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Sep/Fich/be1209.pdf>

_ (2011), *Boletín Económico*, julio-agosto 2011. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/11/Jul/Fich/be1107.pdf>

_ (2010), *Boletín Económico*, julio-agosto 2010. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/10/Jul/Fich/be1007.pdf>

_ (2009), *Boletín Económico*, julio-agosto 2009. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/09/Jul/Ficheros/be0907.pdf>

_ (2008), *Boletín Económico*, noviembre 2008. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/08/Nov/Fich/be0811.pdf>

_ (2007), *Boletín Económico*, junio 2007. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/07/Fich/be0706.pdf>

_ (2006), *Boletín Económico*, diciembre 2006. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/06/Fich/be0612.pdf>

_ (2005), *Boletín Económico*, septiembre 2005. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/05/Fich/be0509.pdf>

_ (2004), *Boletín Económico*, julio-agosto 2004. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/04/Fich/be0407.pdf>

_ (2003), *Boletín Económico*, septiembre 2003. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/03/Fic/be0309.pdf>

Banco de España (2012). *Boletín Estadístico*, septiembre 2012. Disponible en <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest.html>

Banco de España (2008), Informe anual. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/08/inf2008.pdf>

Blackburn, R. (2008). La crisis de las hipotecas subprime. *New left review*, (50), 53-96. Extraído el 28 de enero de 2014 desde <http://economaiinternacional.socials.uba.ar/files/2011/03/Blackburn-La-crisis-de-las-hipotecas.pdf>

Cassinello, N. (2013a). Impacto de la crisis financiera de 2007 en la regulación y la gestión de la liquidez en la banca europea a través de los acuerdos de Basilea. *Revista*

Icade. Publicación de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, (89), 73-93. Extraído el 20 de marzo de 2014 desde

<https://revistas.upcomillas.es/index.php/revistaicade/article/viewFile/1123/951>

Cassinello, N. (2013b): Ponencia aceptada en el Congreso internacional de investigación en construcción. Eduardo Torroja. Título: A balanced growth of the Spanish Housing Industry in the post civil war crisis (1940-1960). Noviembre 2013

Dodd, R. (2007). Los tentáculos de la crisis hipotecaria: la turbulencia hipotecaria tiene tanto que ver con las fallas estructurales del mercado financiero estadounidense como la deuda incobrable. *Finanzas y desarrollo: publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial*, 44(4), 15-19. Extraído el 10 de marzo de 2014 desde <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2007/12/pdf/dodd.pdf>.

Gómez-Acebo & Pombo (2013). Nueva legislación Europea aplicable a las agencias de calificación crediticia. Extraído el 19 de febrero de 2014 desde <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/nueva-legislacion-europea-aplicable-a-las-agencias-de-calificacion-crediticia.pdf>

Hornero, A. C. (2008). La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch. *Revista de Economía mundial*, (18). Extraído el 28 de enero de 2014 desde <http://rabida.uhu.es/dspace/bitstream/handle/10272/554/b1513613.pdf.txt?sequence=3>

Lacuesta, A. & Puente, S. (2010). El efecto del ciclo económico en las entradas y salidas de inmigrantes en España. *Documentos de Trabajo*, (1016). Extraído el 10 de febrero de 2014 desde

<http://sistemadigital.org/media/PDF/Ppios14aitor%20lacuesta.pdf>

López, R. L. (2009). *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Extraído el 19 de febrero de 2014 desde http://www.uv.es/finanzas/documentos/ponencia_ramiro_losada.pdf

Miyar Busto, M., & Garrido Medina, L. (2010). La dinámica de los flujos migratorios de entrada en España. *Presupuesto y Gasto Público*, 4(61), 11-23. Extraído el 2 de febrero de 2014 desde

http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/61_04.pdf

Montalvo, J. G. (2003). La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias. *Perspectivas del sistema financiero*, (78), 1-43. Extraído el 5 de marzo de 2014 desde <http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/lecturas/GarciaMontalvo2004.pdf>

Novales, A. (2010). Política Monetaria antes y después de la crisis financiera. *Departamento de Economía Cuantitativa Universidad Complutense*. Extraído el 28 de febrero de 2014 desde <http://www.ucm.es/data/cont/docs/518-2013-11-15-Crisis.pdf>

Observatorio Vasco de la Inmigración (2011). La década prodigiosa de los flujos migratorios. *Panorámica de la Inmigración* n°38. Extraído el 10 de febrero de 2014 desde http://www.gizartelan.ejgv.euskadi.net/r45-obpubinm/es/contenidos/informacion/publicacion_observ_inmigracion/es_publica/adjuntos/pan38cas_berriaOK.pdf

Poyato, C. T. (2005). El mercado inmobiliario de la vivienda en España en los últimos años: El papel de las entidades de crédito. *Saberes*, 3. Extraído el 28 de enero de 2014 desde <http://www.uax.es/publicacion/el-mercado-inmobiliario-y-la-vivienda-en-espana-el-papel-de-las-entidades.pdf>

Vanoli, A. (2008). La crisis de las hipotecas “subprime” y el rol de IOSCO. *ITF, Lectura*, 34. Extraído el 10 de diciembre de 2013 desde <http://www.itf.org.ar/ingles/pdf/lecturas/lectura34.pdf>

Varela Parache, F., & Varela Parache, M. (2008). La actual crisis financiera y los Hedge Funds. Extraído el 5 de febrero de 2014 desde <http://www.redalyc.org/pdf/866/86601814.pdf>

Villarroya, J. M., & de Guevara Radoselovics, J. F. (2008). *El sector bancario español en el contexto internacional: evolución reciente y retos futuros*. Fundación BBVA. Extraído el 1 de marzo de 2014 http://www.fbbva.es/TLFU/dat/c4_conclusiones.pdf

Wolf, M. (2007, noviembre 28). Why banking remains an accident waiting to happen, *Financial Times*. Extraído el 19 de febrero de 2014 desde <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6e18b328-9d54-11dc-af03-0000779fd2ac.html#axzz2x6HKDdIN>

Bases de datos

Base de datos del Instituto Nacional de Estadística (2014). *Construcción y vivienda*.

Disponible en

<http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft07%2Fa081&file=inebase&L=0>

_ *Estadísticas financieras y monetarias. Hipotecas*. Disponible en

<http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft30%2Fp149&file=inebase&L=0>

_ *Tipos de interés*. Disponible en

<http://www.ine.es/jaxi/tabla.do?path=/t38/bme2/t30/b092/10/&file=0902001.px&type=pcaxis&L=0>

Base de datos del Banco de España (2014). *Cuentas financieras*. Disponible en

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/cfcap2.html>

Base de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social (2014). *Mercado de trabajo*. Disponible en <http://www.empleo.gob.es/series/>