



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES

# **LA CRISIS FINANCIERA DE 2007; CAUSAS, CONSECUENCIAS Y MEDIDAS ADOPTADAS**

El caso español

Autor: Pedro Bores de la Riva

Director: Cecilio Moral Bello

Madrid

Marzo 2015

Pedro  
Bores  
de la Riva

**LA CRISIS FINANCIERA DE 2007; CAUSAS, CONSECUENCIAS Y MEDIDAS ADOPTADAS**



# Índice

<b>ÍNDICE</b>	<b>I</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>II</b>
RESUMEN	II
ABSTRACT	II
<b>1. INTRODUCCIÓN</b>	<b>1</b>
OBJETIVOS	1
METODOLOGÍA	1
ESTADO DE LA CUESTIÓN	1
PARTES PRINCIPALES DEL TFG	1
<b>2. LA CRISIS ECONÓMICA</b>	<b>3</b>
<b>2.1 CAUSAS Y ANTECEDENTES HISTÓRICOS</b>	<b>4</b>
GLOBALIZACIÓN Y TIC	4
DEROGACIÓN DE LA GLASS-STEAGALL ACT	5
BAJADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS	6
DESREGULACIÓN FINANCIERA	9
ABARATAMIENTO DE LAS HIPOTECAS	10
FALTA DE SUPERVISIÓN	11
AGENCIAS DE RÁTING	12
BANCA EN LA SOMBRA	14
<b>2.2 EL ESTALLIDO DE LA CRISIS</b>	<b>16</b>
<b>2.3 EL RESCATE Y OTRAS MEDIDAS ADOPTADAS</b>	<b>25</b>
<b>2.4 DE LA CARTERA AL BOLSILLO; EL CONTAGIO DE LA CRISIS</b>	<b>33</b>
<b>2.5 LA CRISIS EN EUROPA</b>	<b>35</b>
<b>2.6 EL CASO ESPAÑOL</b>	<b>37</b>
EL SECTOR INMOBILIARIO	39
EL SECTOR BANCARIO	42
<b>2.7 DOS GRANDES PROBLEMAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	<b>44</b>
EL CRECIMIENTO DE LA DEUDA	44
EL AUMENTO DEL DESEMPLEO	46
<b>2.8 MEDIDAS PARA SALIR DE LA CRISIS</b>	<b>48</b>
<b>3. CONCLUSIONES</b>	<b>52</b>
<b>4. BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>55</b>

## Resumen

### Resumen

La crisis financiera de 2007 cambió por completo el panorama económico y financiero internacional. El objetivo de este trabajo es, en primer lugar, analizar y entender las causas y el origen de dicha crisis, así como su contagio al resto de economías del mundo. Posteriormente, se estudiará el impacto de dicha crisis en Europa, dadas las características de la Unión Europea, y en concreto del euro. A continuación, se analizarán detalladamente las particularidades de la crisis en España, tales como el sector bancario o la burbuja inmobiliaria, que han provocado que ésta azote con mayor dureza a los ciudadanos españoles frente a nuestros vecinos europeos. Finalmente, se repasarán las medidas adoptadas para paliar los efectos de la crisis, se valorarán dichas medidas y se propondrán nuevas reformas.

**Palabras clave:** crisis financiera, *subprime*, titularización de deuda, rescate financiero, crisis europea, burbuja inmobiliaria, crisis bancaria, deuda pública, desempleo, reformas.

### Abstract

*The financial crisis that started in 2007 has completely changed the economic and financial international landscape. First of all, the aim of this paper is, to analyse and understand the causes and origin of the crisis, as well as its contagion to the rest of the world's economies. We will also study the impact of such crisis in Europe, taking into account the characteristics of the European Union and specially the euro. Furthermore, we will look at the particularities of the economic crisis in Spain, such as the banking sector or the real state bubble, which have deepened the effects of the crisis for the Spanish families in comparison to other European countries. Finally, we will overlook the measures*

*that have been taken to mitigate the consequences of the crisis, their effectiveness and propose further reforms.*

**Keywords:** *financial crisis, subprime, debt securitization, bailout, European crisis, housing bubble, banking crisis, public debt, unemployment, reforms.*

# 1. Introducción

## Objetivos

El objetivo de este trabajo es dar una explicación sencilla y didáctica sobre uno de los acontecimientos más importantes de la historia económica; la crisis financiera de 2007. Para ello, se analizará dicho fenómeno y sus causas y consecuencias, tanto a nivel global como a nivel europeo y, por último, el caso español.

## Metodología

Para lograr los objetivos propuestos, será necesario realizar una revisión en profundidad de la literatura. Pocos temas de carácter económico han gastado tanta tinta y ocupado tantas páginas de libros y periódicos como la crisis económica. Es por ello que se contará con libros de distintos autores, así como trabajos de investigación, tanto a nivel nacional como internacional, que servirán de base para explicar la crisis financiera, sus causas y sus consecuencias.

## Estado de la cuestión

Como ya se ha mencionado anteriormente, pocos temas han dado y darán tanto de qué hablar y escribir como la crisis económica. Pese a ser un tema relativamente objetivo, aún así existen opiniones o posturas que difieren sobre las causas y sobre todo, sobre las soluciones. Es por ello que este tema está en constante renovación; dentro de cinco años, los trabajos sobre la crisis probablemente señalen causas de la crisis que hoy en día no se tienen en cuenta, y se hablará de medidas y soluciones en las que hoy se confía como erróneas, y viceversa. Por tanto, el estudio de la crisis es un estudio cambiante, ya que depende de la perspectiva del autor y del momento o fase de la crisis desde la que se observen los hechos.

## Partes principales del TFG

Tras esta introducción, se comenzará analizando los antecedentes históricos y causas que desembocaron en el estallido de la crisis *subprime* en Estados

Unidos. Seguidamente, se estudiará el estallido de dicha crisis y el efecto que tuvo sobre otros sectores de la economía estadounidense, así como el rescate financiero que emprendió el gobierno para rescatar a la entidades financieras en problemas. Posteriormente, se tratará de explicar cómo dicha crisis se propagó al resto del mundo, especialmente en Europa y en concreto, el caso español. Sobre él, se identificarán los factores que han provocado el endurecimiento de la crisis en España y su prolongación en el tiempo. Finalmente, se revisarán las medidas adoptadas para combatir la crisis y se propondrán nuevas alternativas para recuperar la senda del crecimiento económico.

## 2. La crisis económica

La crisis financiera que tuvo lugar en 2007 ha condicionado el panorama económico y financiero internacional del siglo XXI, siendo en la actualidad imposible entender éste sin aquella. El objetivo de este trabajo es analizar las circunstancias y antecedentes históricos que permitieron o provocaron la gestación de esta crisis, así como su desarrollo e impacto a nivel global. En esta línea, se analizará posteriormente el caso de España y sus particularidades, tratando de explicar las diferencias de la crisis española y comparando esta con el resto de países. Por último, se estudiarán una serie de problemas concretos de la economía española, tratando de aportar soluciones plausibles a dichas dificultades de nuestra economía.

Irving Fisher (1867-1947), célebre economista estadounidense y catedrático de la Universidad de Yale, realizó un estudio sobre las crisis que se habían producido en Estados Unidos hasta la fecha, identificando dos aparte de la Gran Depresión del 29, ambas en el siglo XIX; una en los años veinte y otra en los setenta. Dicho estudio le permitió observar tres factores constantes en estas grandes recesiones: una primera fase caracterizada por el sobreendeudamiento de los agentes económicos, tras la que se produce algún evento que desemboca en la deflación de activos, la consiguiente descapitalización del sistema bancario y finalmente, el colapso del mercado de crédito, que sumerge a la economía en un estado de depresión y deflación.

Como veremos a lo largo de este trabajo, se puede afirmar que en esta ocasión la crisis siguió una estructura prácticamente idéntica a la descrita por Fisher a principios de siglo XX.

## 2.1 Causas y antecedentes históricos

A continuación, nos centraremos en las causas y antecedentes históricos que hicieron posibles las condiciones para que una crisis financiera como la de 2007 tuviese lugar. Todos estos factores fueron clave en la configuración de una nueva arquitectura financiera mundial, que contribuyó y permitió la propagación de la crisis estadounidense al resto del mundo

### Globalización y TIC

Desde los años 80, el avance de la tecnología de la información y la comunicación (TIC) ha sido imparable, permitiendo a los individuos estar más conectados que en ningún momento anterior en la historia. A su vez, esta conexión ha creado una interrelación entre los individuos y sus acciones, sin la cual la crisis financiera de 2007 no se habría extendido por el mundo ni tanto ni tan rápido.

Este avance de las TIC en los 80 arroja un nuevo concepto de globalización, no en su acepción tradicional, sino en una más moderna, en la que las TIC agilizan el comercio internacional y, sobre todo, los flujos de capital (Gutiérrez, 2002).

Este concepto de globalización condujo a una democratización de la inversión, pues todo pequeño ahorrador podía invertir su patrimonio en el mercado a través de las distintas entidades financieras. Y esta democratización no hizo más que avivar el fuego cuando llegó la crisis financiera de 2007, pues cuando se produjo el desplome del mercado bursátil, este se inundó de inversores presos del pánico y el miedo a perder sus ahorros, lo que agravó enormemente el “efecto rebaño”.

## Derogación de la Glass-Steagall Act

La Ley Glass-Steagall, también conocida como “Banking Act”, entró en vigor en Estados Unidos en junio de 1933 como respuesta de la Administración de Franklin D. Roosevelt a la Gran Depresión de 1929. Entre las medidas que en ella se adoptaron, todas ellas tratando de defender tanto al pequeño inversor como ahorrador, cabe destacar:

- La creación del *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), cuya función principal es garantizar el dinero de los ahorradores y depositantes en caso de quiebra de una entidad financiera.
- La organización del sistema bancario en bancos nacionales, estatales y locales, que junto con la *Sherman Act* (Ley Anti-monopolio) impedía la competencia desleal entre ellas.
- Se prohibió la presencia de banqueros en los consejos de administración de empresas comerciales, industriales y de servicios.
- Pero sobre todo, su medida más relevante fue la separación drástica entre la banca comercial o de depósito y la banca de inversión, así como de otros sectores como el de las aseguradoras.

El objetivo de esta última medida era exonerar a los ahorradores y depositantes del riesgo inherente que entrañaban las operaciones de la banca de inversión. Esta separación limitó enormemente las dimensiones de los grupos bancarios estadounidenses, llegando a ser superados a finales de siglo XX por entidades bancarias europeas.

Esta limitación a la banca estadounidense provocó, ya desde la década de los 70, numerosas críticas e intentos de derogación parte de distintos *lobbies*, que desembocaron en su derogación y revocación por la *Financial Services*

*Modernization Act* en Noviembre de 1999 bajo el mandato de Bill Clinton, también conocida como Ley Gramm-Leach-Bliley.

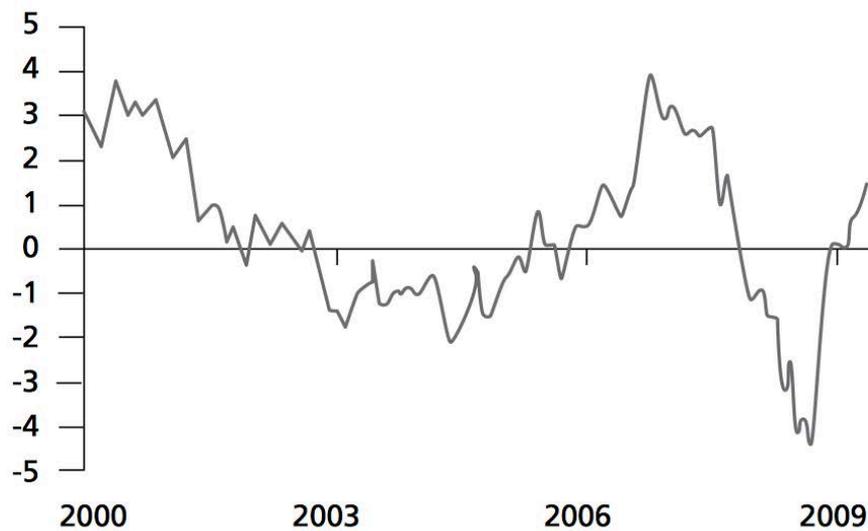
Resulta un tema polémico y digno de comentar el papel que jugaron los *lobbies* o grupos de presión política del sector bancario en la revocación de la Ley Glass-Steagall. Un año antes de su revocación, *Citicorp*, matriz de un banco comercial, se fusionó con la compañía de seguros *Travelers Group*, creando *CitiGroup*. Esta entidad incumplía de lleno los preceptos de la Glass-Steagall Act, motivo por el cual la Reserva Federal le concedió una autorización temporal para operar en septiembre de 1998. Menos de un año después, la Glass-Steagall Act fue derogada, de forma que operaciones de fusión como la de *CitiGroup* devinieron totalmente legales.

Tras el estallido de la crisis financiera de 2007 no faltaron voces que señalaron que, de no haberse derogado la Glass-Steagall Act, ésta se podría haber evitado o, desde luego, no habría tenido las consecuencias desastrosas para el sector bancario y los ahorradores y depositantes que finalmente tuvo. Entre estas voces cabe destacar a Paul Volcker, asesor de Barack Obama, o Jacques Cheminade, político y ensayista francés.

### Bajada de los tipos de interés

Tras la burbuja tecnológica de 2001 y su posterior crisis bursátil, Alan Greenspan, titular de la Reserva Federal, acordó con el Consejo de Gobernadores la disminución de los tipos de interés hasta niveles no vistos desde la Gran Depresión de 1929. Los tipos de interés federales cayeron progresivamente desde el 4% a finales del 2000 hasta tocar fondo entre 2004 y 2005, registrando tipos negativos del -2%, tal y como se puede ver en el siguiente gráfico:

**Gráfico 1;** Tipo de interés de fondos federales estadounidenses entre enero del 2000 y mayo de 2009.



Fuente: “La primera crisis financiera global del siglo XXI”, Roberto Gutiérrez, pág. 150.

Antes de continuar con la exposición de hechos, merece la pena mencionar la hipótesis de la inestabilidad financiera postulada por el economista estadounidense ya fallecido Hyman Minsky. Éste afirmaba que, debido a la escasa capacidad de diferenciación del negocio bancario en los créditos y depósitos que comercializa, cuando una entidad apuesta por el crecimiento orgánico, ha de reducir necesariamente sus márgenes de beneficio. Esta reducción perjudica a los accionistas, y por ello el banco ha de buscar negocios que ofrezcan una mayor rentabilidad pero que, inevitablemente, han de tener un riesgo asociado mayor. De esta forma, la aceptación de este riesgo “extra” pone en riesgo la viabilidad futura del banco y del sistema (Díez, 2013).

La bajada de tipos acarreó un abaratamiento del crédito y la consiguiente disminución de las ganancias por intermediación de la banca comercial. Ante esta situación, los bancos comerciales optaron por dos caminos:

- Continuaron con el proceso de fusiones iniciado en 1999 por *CitiGroup*, lo cual no sólo potenciaba las operaciones de la banca mediante la creación de superestructuras financieras, sino que también les permitía tener un margen de maniobra mayor. Por otra parte, este proceso atentaba contra los requerimientos de capital ante riesgos financieros y operativos promulgados en Basilea II.
- Por otro lado, aprovecharon la banca de inversión para titularizar y comercializar su deuda. Esta deuda se titularizó en “paquetes” que contenían derechos de créditos de muy distinta calidad crediticia, desde AAA a *subprime*, siendo enormemente difícil determinar el riesgo de cada paquete. Los valores que más se titularizaron y, que como el tiempo mostraría, tendrían un papel fundamental en el estallido de la crisis financiero, fueron los valores respaldados por hipotecas (*Mortgage Backed Securities*, MBS), las obligaciones de préstamos colateralizadas (*Collateralized Loan Obligations*, CLO) y las obligaciones de deuda colateralizadas (*Collateralized Debt Obligations*, CDO). Sus notas características son la falta de regulación, la flexibilidad y la ausencia del balance de los bancos, permitiendo a las entidades financieras prestar el mismo dinero varias veces.

El verdadero impacto de la titularización de deuda en la crisis financiera de 2007 será estudiado con más detalle en el epígrafe correspondiente al desarrollo de la crisis. Además, también será objeto de posterior estudio la incidencia en la crisis española de la bajada de tipos con sus respectivas particularidades, en gran parte fruto de la Unión Monetaria implantada en la Unión Europea a comienzos de siglo XXI.

## Desregulación financiera

Desde la creación en el siglo pasado de instituciones cuyos objetivos eran i) la reconstrucción de los países afectados por la II Guerra Mundial, ii) la financiación del desarrollo económico y iii) la crisis de las balanzas de pagos, tales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los bancos regionales de desarrollo, su principal debilidad fue la falta de regulación. Esta desregulación adquirió una importancia mucho mayor con el uso de las TIC anteriormente mencionadas a partir de la década de los 80.

Con el desarrollo de productos financieros cada vez más complejos, la desregulación financiera permitió la comercialización de instrumentos no regulados, tales como los MBS mencionados anteriormente, que duplicaron su valor nominal en Estados Unidos entre 2001 y 2008. A su vez, estos instrumentos se agrupaban y combinaban para dar lugar a instrumentos aún más complejos, tales como los CDO o CDS. De hecho, el valor nominal de los CDS a finales de 2004 ascendía a 6 billones de dólares, mientras que en 2008 ascendía a 62 billones de dólares, lo cual suponía 4.5 veces el PNB estadounidense (Crotty, 2008).

Como consecuencia, el papel de la intermediación no financiera creció exponencialmente, pasando de ser el 23.6% en 1986 al 44.6% en 2006, como se muestra en la Tabla 1. Este crecimiento se traduce en un incremento considerable en el número de títulos respaldados por activos, los bancos de inversión y las sociedades de inversión.

**Tabla 1:** Participación de entidades financieras estadounidenses en la intermediación en EEUU.

	1986	2006
	Porcentaje	
Bancos, entidades de ahorro y préstamo, y cooperativas de crédito	41.1	22.1
Seguros	12.5	10.2
Fondos de pensiones	19.4	17.7
Empresas patrocinadas por el Estado*	3.4	5.0
<b>Total tradicional</b>	<b>76.4</b>	<b>55.4</b>
Emisores de títulos respaldados por activos	6.0	14.1
Sociedades inversión	7.4	18.3
Bancos de inversión	1.8	4.8
Otros	8.4	7.4
<b>Total no tradicional</b>	<b>23.6</b>	<b>44.6</b>
Intermediación financiera total	100.0	100.0

Fuente: Board of Governors of the Fed (s.f.).

Esta postura llegó a ser recogida en un documento<sup>1</sup> elaborado por el Congreso estadounidense en 2011, en el que se reconocía el papel de la desregulación financiera en la crisis de 2007, llegando a afirmar que, de haberse regulado adecuadamente el sector financiero, tanto la crisis como su magnitud desorbitada se podrían haber evitado.

### Abaratamiento de las hipotecas

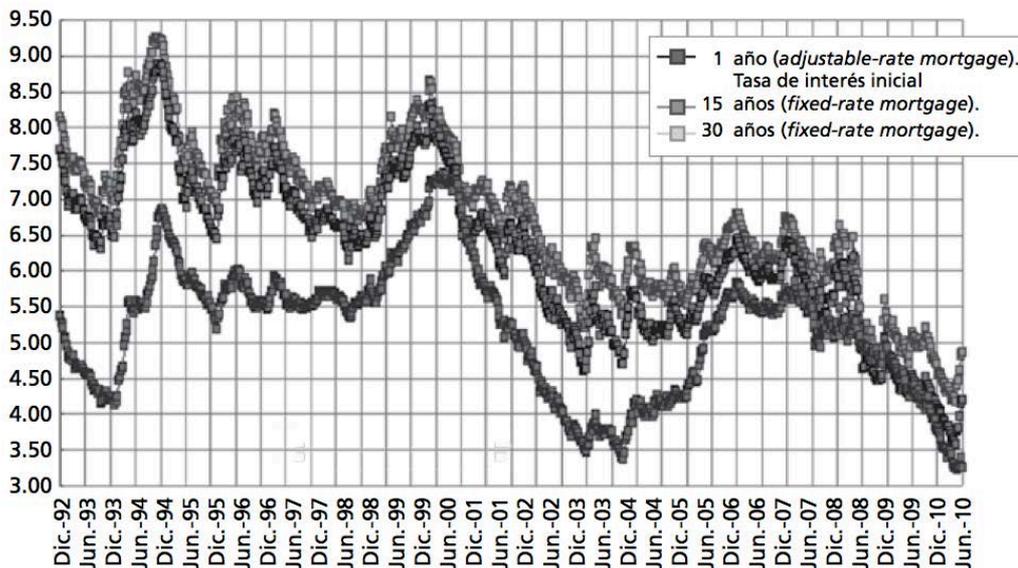
Pese a ser consecuencia de algunas de las causas mencionadas anteriormente, como por ejemplo la bajada de los tipos de interés, merece la pena explicar llegado este punto la importancia de dicho abaratamiento.

El descenso de la tasa hipotecaria comenzó a finales de 1994, registrando mínimos históricos en 2004 del 3.25% a 1 año, 4.75% a 15 años y 5.25% a 30

<sup>1</sup> Dicho documento fue elaborado por la *Financial Crisis Inquiry Commission*, aunque no contó con el apoyo del Partido Republicano.

años. Dicha bajada, unida a la relajación en las condiciones para otorgar créditos por parte de los bancos, facilitó la concesión de créditos *subprime*, que suponían el 6% de los créditos hipotecarios concedidos por la banca en 2000, pero ascendían al 21% en 2006 (US Census Bureau, 2008). Dicha información aparece reflejada en el Gráfico 2.

**Gráfico 2:** Tipo de interés hipotecario a 1, 15 y 30 años en el periodo Diciembre 1992-Diciembre 2010.



Fuente: Mortgage-x (s.f.).

### Falta de supervisión

La falta de regulación y supervisión por parte de la Reserva Federal, que no sólo no fue capaz de prever la crisis que venía, sino que además confiaba en la continuidad del clima de bonanza económica, se puede resumir en una frase pronunciada por su Presidente, Ben Bernanke, uno de los economistas vivos con mayor prestigio en la comunidad académica, a finales de 2007: “No espero problemas de solvencia entre las grandes entidades financieras”.

Del mismo modo el Banco Central Europeo (BCE), en su comparecencia de diciembre de 2007, afirmaba que estimaba un crecimiento de la zona euro para 2008 superior al 1.5%. Posteriormente, en 2009 parecían un poco más pesimistas dada la preocupación por la inflación, pero negaban amenaza alguna de restricción de crédito, así como la necesidad de bajar tipos. Esta última medida ya había sido adoptada por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra ese mismo año.

El papel que jugaron los bancos centrales en la prolongación de la crisis financiera, tanto en Europa como en España, será objeto de estudio en la última parte de este trabajo.

### Agencias de r ating

Para entender el papel que han jugado las agencias de r ating en la crisis financiera, es necesario en primer lugar entender la naturaleza y función de éstas.

Las agencias nacieron a comienzos del siglo XX, dedicándose a vender análisis de riesgo de las empresas en las que invertían sus clientes. Se trata de instituciones privadas registradas como medio de comunicación, estando amparadas por la libertad de expresión y por tanto fuertemente protegidas. En parte, esto explica la ausencia de regulación hasta después del estallido de la crisis.

Su papel en la actualidad consiste en emitir informes y asignar un r ating a las distintas compañías y las emisiones de deuda que éstas realizan, cobrando a las empresas por dichos servicios. He aquí donde se puede apreciar un claro

conflicto de intereses, pues la empresa que paga es la misma que recibe el r ating. Un ejemplo de hasta d onde puede llegar este conflicto sería la caída de Lehman Brothers, de la que hablaría detenidamente despu es; dicha entidad tenía un r ating de AA el día de su quiebra, el segundo escalón mas fiable con una probabilidad de impago muy cercana a cero.

Sin embargo, cabe resaltar que en el mundo financiero actual las agencias de r ating juegan un papel fundamental, y la solución a la situación descrita en párrafos anteriores no es, en ningún caso, su desaparición.

Siguiendo con un argumento defendido anteriormente, con la globalización el número de activos en los que puede invertir un inversor hoy en día desde cualquier parte del mundo es casi infinita; nadie invierte en todos ellos. Con tantos activos entre los que elegir, una valoración de todos ellos tendría un coste que de la misma manera tendería a infinito; los inversores en ningún caso asumirían ese coste, y desde luego no todos. Por ello es necesario que exista una entidad financiera cuya actividad principal sea valorar el riesgo de los distintos activos del mercado, ofreciendo a los inversores un valor por el que guiarse.

Siendo cierto lo descrito en el párrafo anterior, resulta necesario que dichas entidades financieras, dada la suma importancia de la labor que desempeñan, sean objeto de una estricta regulación, que permita a los inversores tener certeza sobre la veracidad de las valoraciones.

Sus valoraciones y r atings son acogidos por los inversores como veraces y fiables, por lo que el regulador ha de legislar de forma que dichas notas sean verdaderamente predicables de los r atings asignados por las agencias.

## Banca en la sombra<sup>2</sup>

El Financial Stability Board<sup>3</sup> (FSB) definió este concepto, conocido como “*shadow banking*” en el mundo anglosajón, en un informe publicado en 2011, donde lo describía como “*un sistema de intermediación crediticia compuesto por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional.*” Sin embargo, esta definición no es compartida por el resto de la comunidad financiera en su totalidad; el Fondo Monetario Internacional (FMI) rechaza este concepto al considerar que engloba actividades financieras que no forman parte de lo que comúnmente se considera “*banca en la sombra*”, tales como el *renting*.

Otra definición es la expuesta por la Comisión Europea<sup>4</sup>, que afirma que “*existe un ámbito creciente de actividad crediticia paralela, lo que se denomina sistema bancario en la sombra, que no ha sido el principal foco de la regulación y la supervisión prudencial. La banca en la sombra desempeña funciones importantes en el sistema financiero. Por ejemplo, genera fuentes adicionales de financiación y ofrece a los inversores alternativas a los depósitos bancarios. Pero también puede suponer una amenaza potencial para la estabilidad financiera a largo plazo.*”

En resumen, se trata de intermediarios financieros que llevan a cabo actividades propias del sector bancario, tales como la concesión de créditos, pero sometidos a una regulación muy escasa o nula. Dicha ausencia de

---

<sup>2</sup> La utilización de dicho término por primera vez se le atribuye a Paul McCulley, economista y antiguo director general del grupo de inversión PIMCO, en una reunión con otros expertos en 2007.

<sup>3</sup> Entidad fundada en 2009 cuyo objetivo es lograr la estabilidad financiera internacional mediante el intercambio de información y la cooperación con el resto de supervisores financieros nacionales.

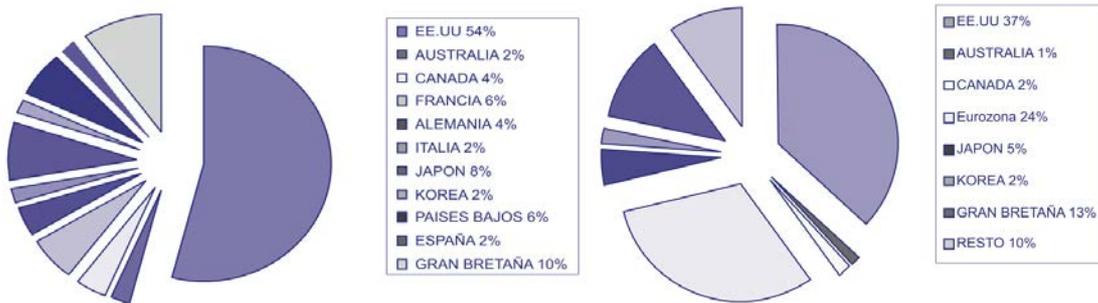
<sup>4</sup> Dicha definición aparece en “El Libro Verde; el sistema bancario en la sombra”, publicado en 2012.

regulación se traduce en una falta de supervisión por parte de los bancos centrales, que se explica al no estar cubiertos por el fondo de garantía de depósitos. Además, dichas operaciones no cumplen con los requerimientos de capital establecidos por los reguladores pertinentes, por lo que inciden directa y negativamente en la viabilidad de la entidad a largo plazo.

Sin embargo, pese a no estar regulados, dichos vehículos de inversión eran propiedad al cien por cien de los bancos, por lo que cuando éstos se enfrentaron a situaciones de escasa liquidez, los bancos cubrieron dichos problemas poniendo en riesgo los activos que sí aparecían en su balance, tales como los depósitos de los minoristas.

En general, los vehículos de inversión empleados para este tipo de prácticas eran (y son) los Structured Investment Vehicle (SIV). A través de ellos, las entidades financieras obtenían grandes beneficios con un coste mínimo pero, como no podía ser de otra forma, asumiendo un nivel de riesgo elevadísimo.

Según datos del FSB, el volumen de activos que forman parte de la banca en la sombra se sitúa entre el 25% y el 30% en 2013 a nivel global. Resulta paradójico ver que, en el periodo comprendido entre 2005 y 2012, el volumen de estos activos en Estados Unidos se ha visto reducido del 54% al 37%, mientras que en Europa ha aumentado un 3%. En los siguientes gráficos se puede observar el porcentaje que representa la banca en la sombra sobre el total del sistema financiero en distintos países, tanto en 2005 (izquierda) como en 2012 (derecha).



Fuente: FSB, 2013.

Por último, merece la pena destacar el buen hacer del Banco de España durante el *boom* de crédito e inmobiliario con respecto a este tipo de vehículos. Se prohibió a las entidades financieras realizar este tipo de inversiones, obligándolas a incluir en sus balances todas las operaciones que realizasen.

Una vez analizadas las principales causas y los antecedentes de la crisis financiera de 2007, nos disponemos a estudiar el estallido de dicha crisis, los acontecimientos que tuvieron lugar durante los primeros meses y cómo la crisis *subprime* estadounidense desembocó en la mayor crisis económica mundial de las últimas décadas.

## 2.2 El estallido de la crisis

Ante los argumentos expuestos anteriormente, la contestación más recurrente por parte de los profesionales del sector se basaba en que la creciente diversificación del riesgo aseguraba la viabilidad futura del sistema financiero. Las entidades confiaban en una estabilidad de precios que les permitiese, en caso de impago, vender el activo subyacente y recuperar el capital invertido. A su vez, daban por hecho que organismos como la FED o el FDIC acudirían en su rescate en caso de encontrarse al borde de la quiebra.

Por supuesto, no faltaron voces más prudentes que advertían, ya a comienzos de siglo, del calentamiento del sector financiero y la formación de una burbuja inmobiliaria en el mercado estadounidense. Entre ellas cabe destacar la de Nouriel Roubini, CEO de Roubini Global Economics, quien en una conferencia en la National Association of Realtors a mediados de 2007 avisaba de la inminente crisis económica provocada por la caída del mercado hipotecario y de la vivienda<sup>5</sup>.

Antes de entrar en detalle y analizar el efecto dominó que nos llevo a la crisis financiera de 2007, merece la pena hacer dos puntualizaciones. En primer lugar, cabe señalar que el proceso de titularización de deuda<sup>6</sup> favoreció enormemente el contagio inicial de la crisis entre entidades financieras. Por otro lado, como se ha mencionado previamente, la democratización de la inversión experimentada en los últimos 30 años agudizó enormemente el “efecto rebaño”, de forma que cuando estalló la crisis, este aceleró aún más la propagación de ésta.

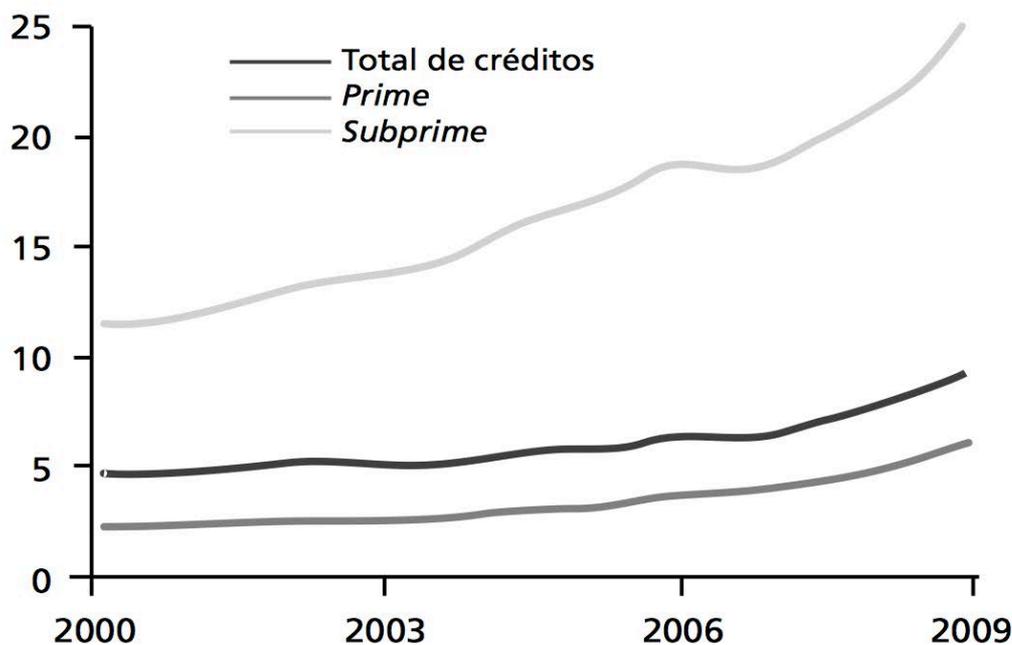
Durante el año 2006, la morosidad de las carteras hipotecarias comenzó a subir como consecuencia de un aumento en el impago de las hipotecas *subprime*. Como se puede apreciar en el **Gráfico 3**, el índice de morosidad se duplicó entre 2006 y 2009, perjudicando notoriamente tanto a los bancos de inversión como a la banca comercial.

---

<sup>5</sup> Nouriel Roubini llegó a afirmar en dicho evento que la crisis ante la que se encontraba Estados Unidos sería peor y más larga que la sufrida a inicios de siglo como consecuencia de la burbuja puntocom.

<sup>6</sup> Como se ha mencionado en el epígrafe anterior, el consecuente y sucesivo “empaquetado” de productos financieros de distinto nivel de riesgo que tuvo lugar en los años previos al estallido de la crisis permitió la creación de cadenas en las que estaban implicadas las principales entidades financieras. Estas cadenas sirvieron como medio de propagación inicial de la crisis.

**Gráfico 3;** Índice de morosidad de la cartera hipotecaria respecto a los créditos totales, enero 2006-marzo 2009.



Fuente: “La primera crisis financiera global del siglo XXI”, Roberto Gutiérrez, pág. 162.

El aumento de la morosidad *subprime* en 2006 provocó que los bonos comenzasen a dejar de pagar sus intereses, asustando a los inversores e iniciándose así el colapso del mercado de dichas hipotecas.

Sin duda no fue la mecha que encendió el fuego, pero conviene señalar la comparecencia del CEO de CitiGroup en Noviembre de 2007 como una de las gotas que provocó el derrame del vaso y con ello el inicio de la crisis. En dicha comparecencia, el consejero delegado de la entidad anunciaba pérdidas significantes en dicho ejercicio como consecuencia de una serie de problemas en algunos vehículos de inversión, sin llegar a explicar detenidamente dichos problemas. Apenas unas horas después, Goldman Sachs emitió un informe

asegurando que esas pérdidas ascenderían a un 50% más de lo anunciado. Cuando CitiGroup presentó sus resultados, dichas pérdidas ascendían al doble de lo previsto.

Estos hechos provocaron un aumento en la tensión e incertidumbre tanto de inversores como de medios de comunicación, que no hizo más que agravar la situación.

A su vez, se produjo otro evento de capital importancia para el clima de ese momento; las agencias de rating amenazaron con rebajar la calificación crediticia de las empresas *monoline*<sup>7</sup>. Esta rebaja, dada la naturaleza de dichas empresas, conllevaba la correspondiente rebaja del rating de los bonos y emisiones que éstas garantizaban, lo que provocaría un aluvión de bajadas de rating sistémicas (Díez, 2013).

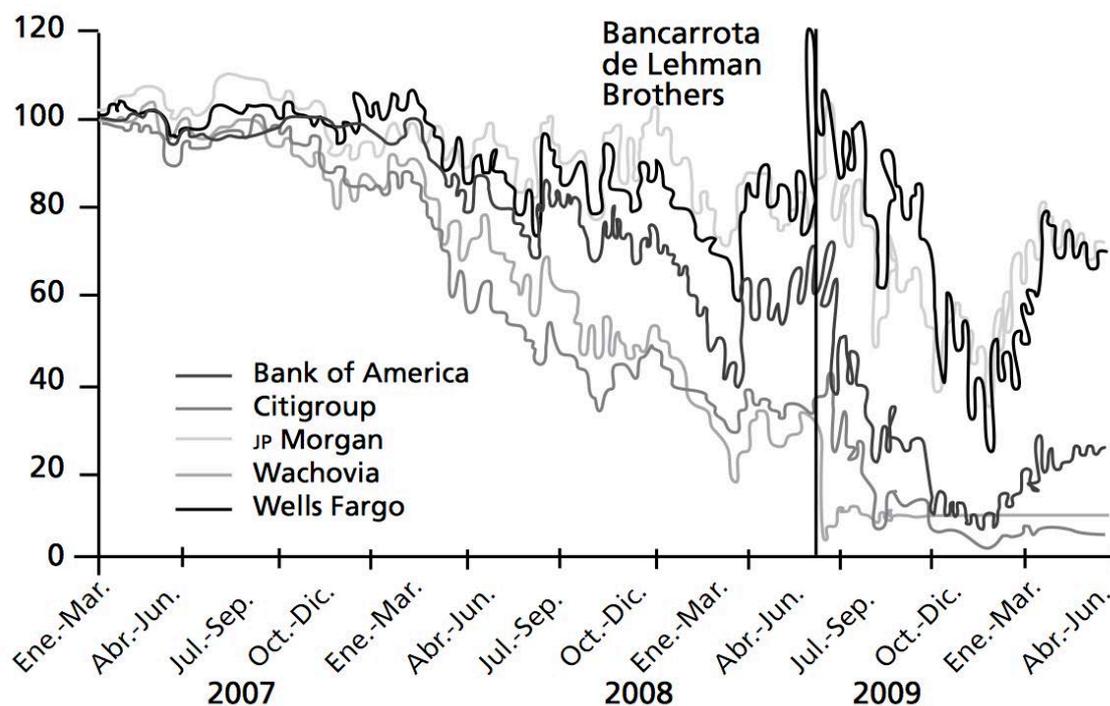
El proceso de deflación de activos que se había iniciado con el aumento de la morosidad y que se acrecentó considerablemente tras el colapso del mercado interbancario en 2007, impedía que los propietarios deudores cancelasen su deuda con la venta de la casa. Dicho proceso, unido a que en muchos casos se prestaba un importe superior al 100% de la casa, provocó que el valor real de la vivienda fuese menor que la deuda contraída con el banco. En este escenario, ni el deudor puede satisfacer su deuda ni el banco puede recuperar de forma alguna el importe prestado. Como sería de esperar, esta contracción en el precio de los títulos respaldados por hipotecas tuvo un carácter más abrupto en los activos de mayor riesgo (BBB), pues contaban con un mayor porcentaje de créditos *subprime* entre sus activos.

---

<sup>7</sup> Las empresas *monoline* se dedican a asegurar emisiones de bonos, garantizando el cobro del inversor en caso de impago del título. Su existencia se explica, entre otros motivos, por la necesidad de los fondos de pensiones de cubrir el riesgo de impago de los títulos de deuda que adquieren.

En este escenario, la cotización de las acciones de los bancos también cayó de forma considerable, lo cual agravaba aún más la situación. Como se puede observar en el **Gráfico 4**, que toma como base 100 el valor de dichas acciones en 2007, dichos títulos llegaron a situarse por debajo de dicho valor a comienzos de 2009. Este fenómeno obligó a la absorción de algunas entidades por otras como alternativa a la quiebra de éstas.

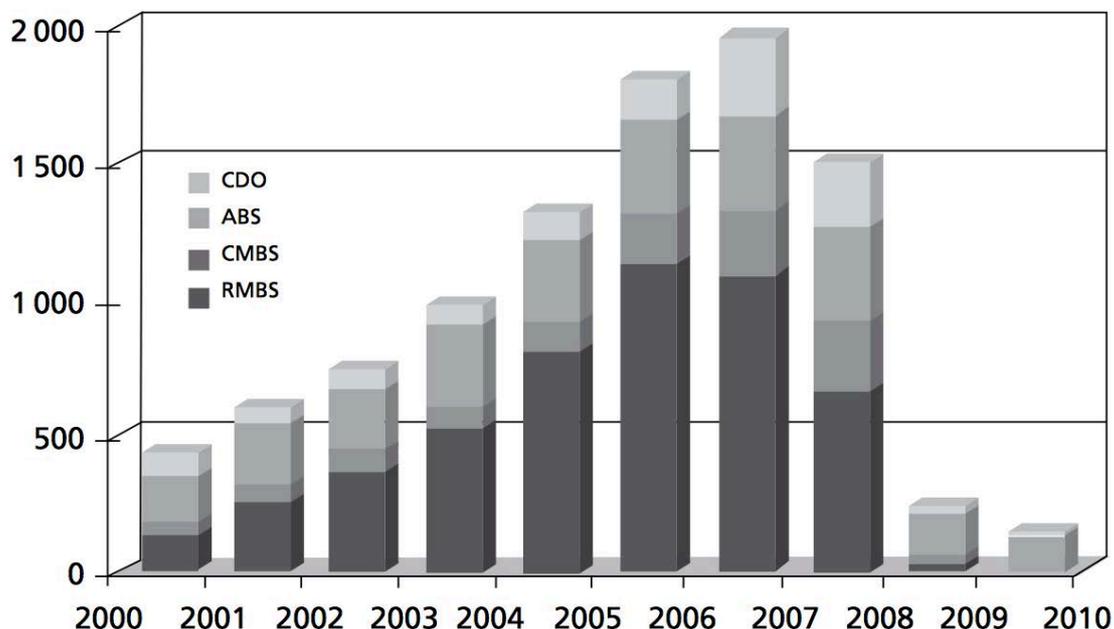
**Gráfico 4;** Cotización de títulos de bancos estadounidenses, enero 2007-junio 2009.



Fuente: “La primera crisis financiera global del siglo XXI”, Roberto Gutiérrez, pág. 164.

Los fenómenos descritos anteriormente provocaron la caída del mercado de titularización de activos a partir de 2007, como se puede apreciar en el **Gráfico 5**.

**Gráfico 5;** Actividad de titularización en Estados Unidos



Fuente: Thompson Reuters.

Tras la caída del mercado de titularización de activos, la entidad financiera Bear Stearns sufrió importantes pérdidas por su exposición a los activos *subprime*. Dichas pérdidas provocaron que la entidad se encontrara prácticamente quebrada en Febrero de 2008, siendo absorbida por JP Morgan.

En julio de 2008, el gobierno de Pekín tomó una decisión que precipitó los acontecimientos. El fondo soberano que gestionaba las reservas de divisas del gigante asiático dejó de comprar pagarés de las agencias hipotecarias, sustituyéndolos directamente por Letras del Tesoro de Estados Unidos.

Las consecuencias de esta decisión fueron tan serias que, apenas dos meses después, el Gobierno estadounidense tuvo que intervenir dichas agencias. Este fenómeno, en un contexto en el que sistema financiero ya estaba profundamente debilitado, supuso el colapso de los mercados de financiación.

Ante este escenario, *Lehman Brothers*, una entidad con gran presencia en el mercado *subprime*, con baja capitalización y gran exposición ante cambios en el mercado, se vio contra las cuerdas. Debido a su situación, los demás bancos le cortaron las líneas de financiación, quedando abocada a pedir la intervención por parte de la Reserva Federal.

*Merrill Lynch* se encontraba en una situación muy similar a la de *Lehman Brothers*, por lo que también tuvo que pedir la intervención de la Reserva Federal. Ante esta situación, tuvieron lugar una serie de reuniones en el fin de semana de mediados de septiembre de 2008 que son parte de la historia económica de Estados Unidos.

Como resultado de dichas reuniones, *Bank of America* absorbió *Merrill Lynch*, mientras que se dejaba quebrar a *Lehman Brothers* en manos de un juzgado de Nueva York. Esta última decisión sigue siendo muy polémica aún hoy en día, pues como se ha visto a posteriori, tuvo unas consecuencias desastrosas para el sistema financiero estadounidense y global. Dado su elevado volumen de operaciones de derivados y otros productos con muy diversas contrapartes, su desplome provocó la caída de *American International Group* (AIG), la mayor aseguradora de Estados Unidos, y de *Washington Mutual*, la mayor caja de ahorros del país, forzando la intervención inmediata de la Reserva Federal para evitar el colapso del sistema financiero.

Se han escrito ríos de tinta sobre los motivos que llevaron a la Reserva Federal a permitir la quiebra de *Lehman Brothers*, más aún cuando sí se inyectó dinero público en otras entidades bancarias como *Bear Stearns*, *Citibank* o *Bank of America*. La versión oficial asegura que en el caso inmediatamente anterior, *Bear Stearns*, la Reserva Federal contaba con el apoyo privado de *JP Morgan* para su rescate, mientras que en el caso de *Lehman Brothers* tal interés no

existió. Otras voces<sup>8</sup> aseguran que la caída de *Lehman* fue un rescate encubierto a *JP Morgan*, que era una de las principales contrapartes de la entidad quebrada. La idea que se propagó con más fuerza fue que Richard S. Fuld, CEO de *Lehman Brothers* en aquel momento, presionó en exceso a las demás entidades y a la Reserva Federal, asegurando que la caída de *Lehman* supondría la caída de todo el sistema financiero. Como respuesta a esta actitud, y a menos de tres meses de las elecciones en Estados Unidos, el gobierno estadounidense dejó caer *Lehman Brothers*.

En cualquier caso, no se termina de entender porqué se dejó quebrar a una entidad de semejante tamaño, y además, porqué ésta fue *Lehman Brothers*. Echando la vista atrás, es opinión del que escribe estas palabras que, a la larga, fue un error dejar caer a *Lehman*, pues se llevó por delante a otras entidades, como ya se ha mencionado anteriormente, y supuso la última gota del vaso que desembocó en la peor crisis económica de la última mitad de siglo.

A partir de entonces el mercado de crédito se paró en seco (*credit crunch*). Los bancos restringieron la concesión de todo tipo de créditos, tanto hipotecarios como al consumo o incluso interbancarios. Tras esto, la pérdida del acceso a los mercados de financiación internacionales por parte de los bancos de todo el mundo supuso una de las principales vías de contagio de la crisis.

La mala percepción y la desconfianza que tenían los ciudadanos frente a los mercados financieros no hizo más que aumentar con el descubrimiento de tramas fraudulentas y esquemas piramidales<sup>9</sup>, como por el ejemplo el caso

---

<sup>8</sup> Estudio elaborado por el Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.

<sup>9</sup> Se considera como tal aquel negocio en el que los partícipes existentes han de captar a nuevos partícipes, con el fin de que estos produzcan beneficios a los partícipes originales. Estas estructuras también reciben la denominación de esquemas *Ponzi*.

Maddof. A finales de 2008 el FBI detuvo a Bernard Maddof por estafar entre 50.000 y 60.000 millones de dólares a inversores de todo el mundo a través de un esquema piramidal. Uno de los agravantes del caso para la opinión pública fue el hecho de que el propio Maddof era un personaje notablemente conocido en *Wall Street*, llegando a ser presidente del NASDAQ, índice bursátil tecnológico de referencia en Estados Unidos. Como suele suceder en estos, y más adelante se señalará respecto al caso español y la corrupción, estos casos estallan cuando el dinero deja de fluir; sólo cuando la afluencia de inversores comenzó a ralentizarse y el esquema piramidal comenzó a derrumbarse, se percataron las autoridades y el regulador de las prácticas que se venían llevando a cabo. Hoy en día, Bernard Maddof cumple una pena de 110 años de cárcel, pero miles de inversores en todo el mundo vieron como sus ahorros se esfumaron.

Todos los fenómenos descritos anteriormente, en menor o mayor medida, provocaron una caída en picado de la confianza de los ciudadanos y un corte en el flujo en el mercado de crédito. Ante estos dos factores, el consumo personal y el consumo interno cayeron drásticamente, afectando al Producto Nacional Bruto (PNB), que sufrió fuertes descensos hasta situarse en una posición de estancamiento. Tales fueron dichos descensos que, según el *National Bureau of Economic Research* (NBER, 2010), no se producían con semejante intensidad y duración desde la II Guerra Mundial.

A continuación, analizaremos el plan de rescate (*bailout*) emprendido por el gobierno estadounidense para evitar la caída de su sistema financiero, sus consecuencias y la efectividad del mismo.

### 2.3 El rescate y otras medidas adoptadas

Tras la caída del Lehman Brothers, la Administración de George Bush puso en marcha un programa de rescate coordinado por la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro cuyo objetivo último era evitar el colapso total del sistema financiero (Gutiérrez, 2013). Para ello, en primer lugar, se adoptó una política fiscal tremendamente expansiva, consistente en una bajada de impuestos y la inyección de grandes cantidades de capital al sector financiero.

Las estimaciones que se realizaban sobre el coste que tendría dicho rescate no hacían más que aumentar conforme se iban desarrollando los eventos. Ante esta situación, el Congreso aprobó la *Emergency Economic Stabilization Act* en octubre de 2008. Sin embargo, la urgencia con la que hubo que responder en los primeros momentos del estallido de la crisis motivó que se inyectasen grandes cantidades de capital con anterioridad a la aprobación de dicha ley. Las principales entidades financieras, tanto bancarias como no bancarias, que fueron destinatarias de dichos fondos son las siguientes:

- *CitiGroup* recibió 25.000 millones de dólares en octubre y otros 20.000 en noviembre, además de recibir garantías estatales para limitar la pérdidas provocadas por sus activos tóxicos. Posteriormente recibió otras cantidades de distintos organismos, tales como el Tesoro, el FDIC o la propia Reserva Federal. Se calcula que el total de dicho importe asciende a unos 280.000 millones de dólares.
- El gobierno estadounidense ofreció sus fondos en varias ocasiones a *American Investment Group (AIG)* a fin de que ésta no se derrumbase. La cuantía supuso un esfuerzo combinado de la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro, ascendiendo a 180.000 millones de dólares. Además, el Tesoro también ofreció un compromiso adicional de 40.000 millones, lo cual supone un monto final de 220.000 millones de dólares.

- Las agencias hipotecarias *Freddie Mac* y *Fannie Mae* quedaron “congeladas” al quedar controladas por la *Federal Housing Finance Agency*. En un principio se asignaron 100.000 millones a cada entidad, pero dicha cantidad se vio duplicada en febrero de 2009 gracias a la *Housing and Economic Recovery Act*, lo cual supone una cantidad total combinada de 400.000 millones de dólares.
- El *Bank of America* recibió 45.000 millones de dólares, contando con 10.000 millones empleados para la adquisición de *Merrill Lynch*. Además, tanto el Departamento del Tesoro, como la Reserva Federal y el FDIC comprometieron grandes cantidades de dinero, ascendiendo a un monto total de 142.200 millones de dólares.
- Por último, *JP Morgan Chase* colaboró con el gobierno estadounidense en el rescate de *Bear Stearns*, que fue adquirido por 236.000 millones de dólares con la ayuda de las arcas estatales, que aportaron 30.000 millones a la operación.

Al final, se calcula que incluyendo tanto los fondos comprometidos como aquellos que garantizaban los activos más tóxicos de las entidades el monto del rescate asciende al 14'9% del PNB estadounidense. Si se incluye en dicho cálculo la adquisición de deuda estatal por parte de los Gobiernos y su intercambio con activos tóxicos de las entidades, dicha cantidad se dispara hasta el 27% del PNB.

En la **Tabla 2** se muestran los recursos públicos empleados en las principales economías de la OCDE con el fin de sanear sus respectivos sistemas financieros. La primera serie de datos corresponde a las estimaciones del FMI sobre el coste medio que tendría el saneamiento del sistema financiero en las principales economías avanzadas.

**Tabla 2;** Fondos públicos destinados al saneamiento del sistema financiero en las siete principales economías de la OCDE, medido en porcentaje sobre el PNB.

País	Recursos en apoyos directos*				Apoyos directos		
	Comprometidos	Utilizados	Recuperados	Costo neto	Garantías	Intercambio y compra de activos**	Total de recursos comprometidos
	A	B	C	D = B - C	E	F	G = A + E + F
Economías avanzadas	6.2	3.5	0.8	2.7	10.9	7.7	24.8
Canadá	9.1	4.4	0.0	4.4	0.0	0.0	9.1
Francia	1.5	1.1	0.8	0.3	16.9	0.0	18.4
Alemania	3.4	4.9	0.0	4.8	17.2	0.0	20.6
Italia	1.3	0.3	0.0	0.3	0.0	2.7	4.0
Japón	6.5	0.1	0.0	0.1	7.2	0.0	13.8
Reino Unido	11.9	6.6	1.1	5.4	40.0	28.2	80.1
Estados Unidos	7.4	4.9	1.3	3.6	7.5	12.1	27.0

\* Aportaciones de capital, compra de activos y préstamos.

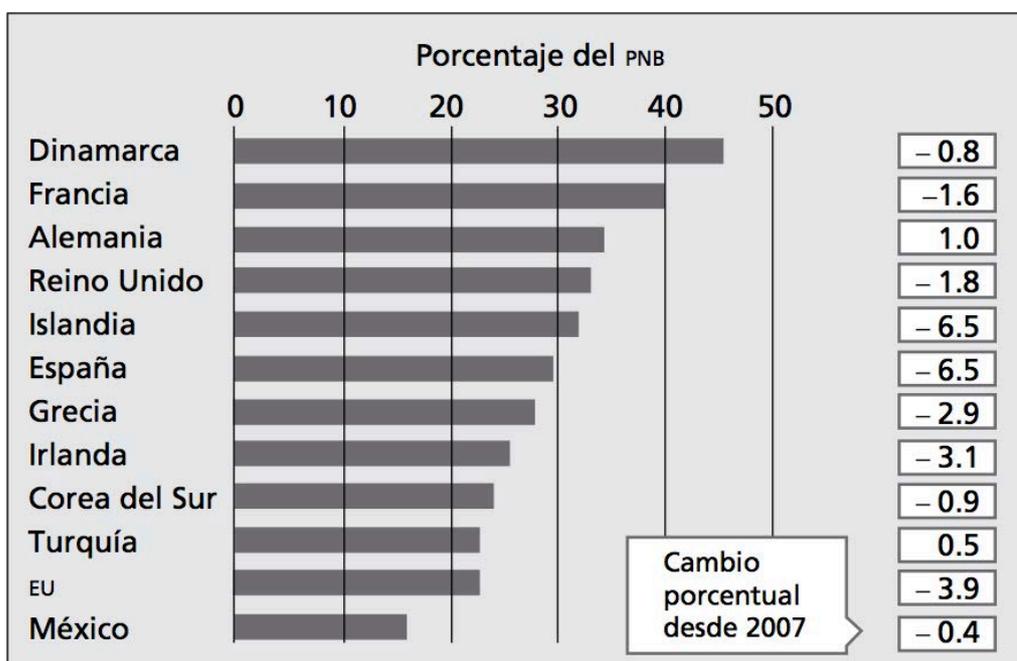
\*\* Incluye compra de deuda gubernamental por parte de los bancos centrales.

Fuente: IMF Fiscal Monitor (2010, págs. 10-23)

Tras las distintas operaciones que formaron parte del rescate por parte del gobierno estadounidense, también se tomaron una serie de medidas para controlar la gestión de dichas entidades durante el proceso de rescate y el periodo inmediatamente posterior. Entre ellas, cabe destacar la toma de control de algunos consejos de administración por parte del gobierno así como la promulgación, en julio de 2010, de la controvertida *Wall Street and Consumer Protection Act*, que otorgaba un mayor poder tanto a la Reserva Federal como al Departamento del Tesoro para controlar y supervisar las actividades de las entidades financieras.

El rescate que tuvieron que llevar a cabo los distintos estados también tuvo graves consecuencias para las finanzas públicas; tuvieron que aumentar el gasto público en un momento en el que la recaudación estatal no hacía más que descender. Como se verá posteriormente, esta situación llevó a los distintos gobiernos a adoptar dos medidas que son parte de casi cualquier discusión económica en la actualidad sobre la crisis; políticas de austeridad y endeudamiento público. En el siguiente gráfico, de acuerdo con las estimaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), se muestra el porcentaje que suponían los ingresos fiscales del estado sobre el PNB, así como la variación de dichos ingresos en el periodo comprendido entre 2007 y 2009.

**Gráfico 6;** Participación de los impuestos en el PNB de países de la OCDE (2009) y variación de los ingresos fiscales en el periodo 2007-2009.



Fuente: “La primera crisis financiera global del siglo XXI”, Roberto Gutiérrez, pág. 174.

Esta situación motivó un aumento en el déficit público de los distintos países, así como en la proporción que existía entre la deuda total de un país y su PNB, llegando en algunos a casos<sup>10</sup> a ser mayor la primera que el segundo.

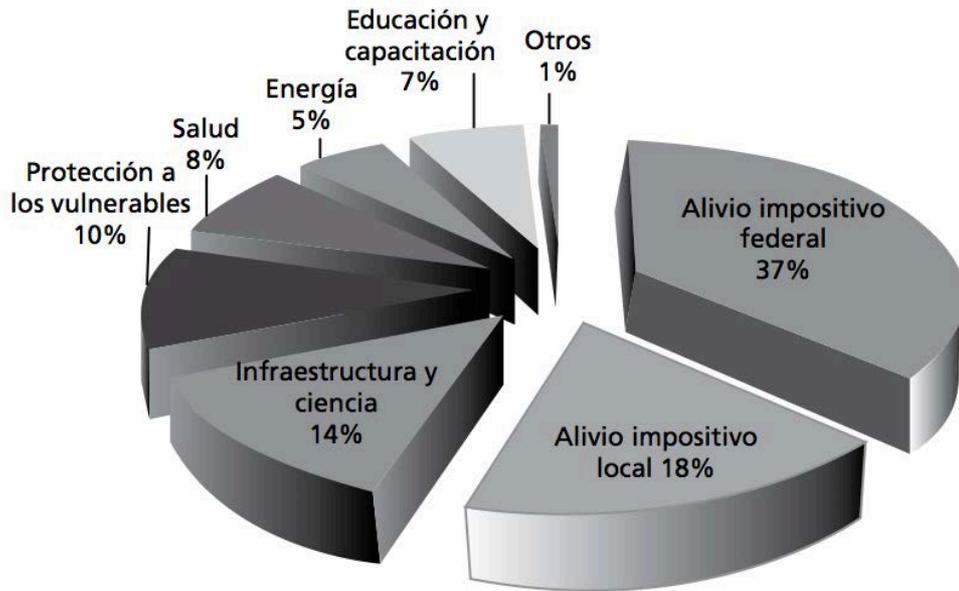
Ante la contracción de la demanda interna en Estados Unidos, uno de los sectores que se vio más afectado fue el del automóvil. Es por ello que fue el sector no financiero que más ayudas y facilidades recibió por parte del gobierno; los principales destinatarios de dichas ayudas fueron *Chrysler*, *General Motors* y *Ford*, ascendiendo las ayudas totales al sector a 106.300 millones de dólares.

En este marco de medidas de estímulo a la economía cabe destacar la *American Recovery and Reinvestment Act* de 2009 promulgada por la administración de Obama. Dicho paquete consistía en medidas de estímulo a la economía que ascendían a 787.000 millones de dólares, cuyo fin era relajar la política fiscal tanto federal como local a particulares y empresas, así como medidas de apoyo a otros sectores como salud, energía, educación o ciencia. En el siguiente gráfico se puede observar el destino de los fondos de dicho paquete de medidas.

**Gráfico 7;** Distribución de los fondos de la *American Recovery and Reinvestmet Act*

---

<sup>10</sup> Ejemplos de ello son Japón o Grecia que, según datos de la OCDE, su deuda gubernamental neta a finales de 2009 suponía el 120.7% y el 109.5% de su PNB, respectivamente.

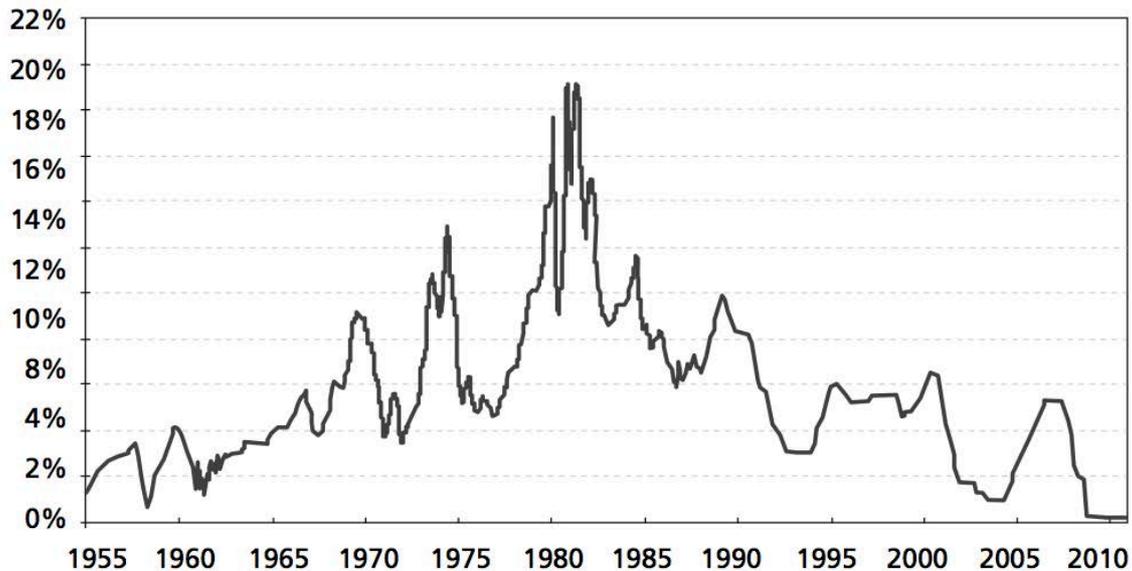


Fuente: *American Recovery and Reinvestment Act* (2009).

Además de las medidas adoptadas en marco de la política fiscal, la política monetaria también supuso una herramienta fundamental para el gobierno, tanto estadounidense como del resto de países. Entre las medidas que se adoptaron, cabe destacar dos por su relevancia e impacto en la economía:

- Bajada de tipos de la Reserva Federal a partir de 2008, situándose en su mínimo histórico del 0'25%, tal y como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 8;** Tipo de interés efectivo de la Reserva Federal para el periodo 1955-2011



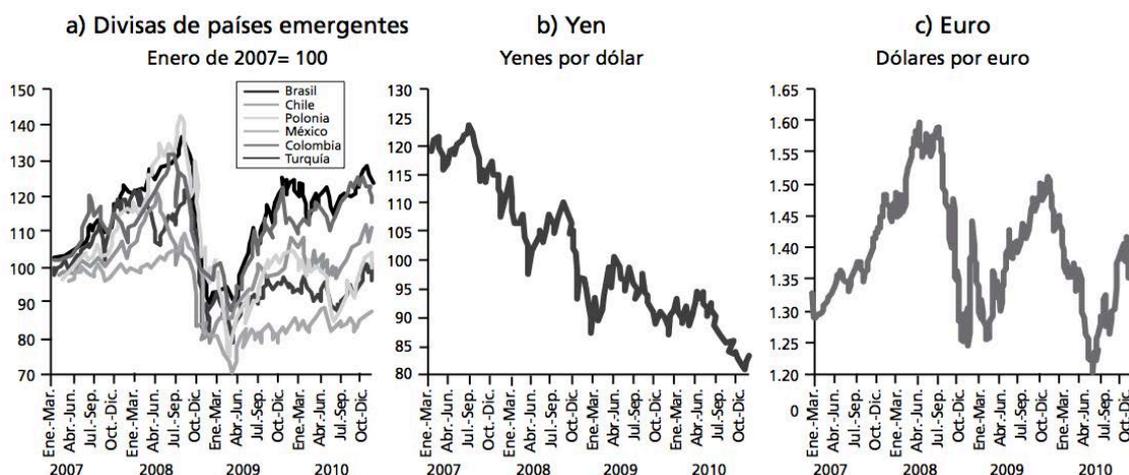
Fuente: Moneycafe.com

- El *Quantitative Easing* (QE), programa consistente en la compra de grandes volúmenes de Bonos del Tesoro americano con el fin de dotar de liquidez al sector público y reactivar así la economía. Este programa ha constado de tres fases hasta la actualidad, ascendiendo el volumen de deuda comprado a 4.5 trillones de dólares<sup>11</sup>.

La adopción de este tipos de medidas de política expansiva, tanto monetaria como fiscal, por otros países en condiciones similares no tardó en ocurrir. Es por ello que, a partir de 2009, se puede apreciar una bajada generalizada de los tipos en las principales economías desarrolladas. De hecho, numerosos países que gozaban de un superávit comercial, tales como Alemania o China, vieron esta relajación de la política monetaria estadounidense como un debilitamiento deliberado del dólar a fin de aumentar la competitividad estadounidense sin importar el precio a pagar por el resto de economías desarrolladas. En el siguiente gráfico se puede ver el efecto que tuvo la devaluación del euro en las distintas divisas; tanto de países emergentes (a), como del yen (b) o el euro (c).

<sup>11</sup> *The New York Times*, octubre 2014.

**Gráfico 9;** Tipo de cambio respecto al dólar estadounidense en el periodo enero 2007-noviembre 2010



Fuente: Banco de México (2010), con base en cifras de Bloomberg.

Una vez parecía que la peor parte de la crisis había pasado, a finales de 2010, la Administración de Obama promovió la adopción de una serie de políticas de ahorro público por valor de 60.000 millones de dólares, cuyas principales víctimas eran los funcionarios públicos. Sin embargo, los republicanos en la oposición consideraban que el objeto de los recortes debían ser las pensiones, la salud y la educación, áreas que suponían el grueso de las medidas y promesas de Obama. Ante la incapacidad para llegar a un acuerdo, la sombra de la suspensión de pagos de la Administración se volvía cada vez más real. Finalmente, el 2 de agosto de 2011 el Congreso aprobó que el gobierno aumentase el techo de deuda, entonces situado en 14.3 billones de dólares. De no haberse producido dicho acuerdo, las consecuencias para economía estadounidense habrían sido nefastas; el sector público habría quedado completamente congelado y las agencias de rating habrían rebajado considerablemente la calificación crediticia de la deuda estadounidense, algo prácticamente inasumible en la situación en la que se encontraba el país y la economía global.

Un año después, con motivo de la aprobación del presupuesto federal para 2013, el debate volvió a surgir. La mayoría republicana en el Congreso impidió que Obama y los demócratas logaran su objetivo de subir los impuestos a las rentas más altas. Tras dicho debate se aprobó un plan de reducción del gasto público entre 2013 y 2021 por un cifra aproximada de 1.200.000 millones de dólares (CBO<sup>12</sup>, 2013). Dicha cifra es equivalente a un recorte anual del 0.8% del PNB a precios de 2013. Las partidas que se ven más afectadas por dicho plan de reducción de gasto son aquellas correspondientes al gasto en defensa.

#### 2.4 De la cartera al bolsillo; el contagio de la crisis

Tras el colapso del sistema financiero, la crisis no tardó en llegar a otros sectores, así como a otros países. Lo que empezó siendo la crisis de hipotecas *subprime*, pronto se convirtió en la mayor crisis económica a nivel global de la última mitad de siglo. Cómo se propagó y los efectos en los distintos sectores y países de dicha crisis será objeto de estudio en los siguientes párrafos, donde se intentará explicar dicho fenómeno y entender su alcance.

Una vez estalló la crisis y los distintos eventos mencionados anteriormente se fueron sucediendo, las primeras instituciones que se vieron gravemente afectadas, como se ha señalado antes, fueron los bancos de inversión. Las aseguradoras también pasaron por graves dificultades, como el caso de AIG, debido a su incapacidad para hacer frente a todos los contratos de seguro que habían expedido cubriendo el impago de vehículos respaldados por hipotecas *subprime*. Las agencias de rating vieron su imagen muy dañada tras el estallido de la crisis, pues se las acusaba de la elevada calificación que habían otorgado a activos cuya solvencia y composición era más que cuestionable. En cuarto lugar, aquellos bancos comerciales que no quebraron quedaron descapitalizados, poniendo en riesgo los depósitos de miles de clientes. Por

---

<sup>12</sup> *Congressional Budget Office*

último, la Reserva Federal y su actuación quedó en entredicho, pues se vio que debería haber jugado un papel mucho más importante en la supervisión y control de las entidades financieras. Esta postura fue reconocida en 2007 por Alan Greenspan, quien fuera presidente de la Reserva Federal hasta 2006.

Como no podía ser de otra forma, el mercado bursátil norteamericano sufrió considerablemente las consecuencias de la crisis; el *Dow Jones*<sup>13</sup>, que en octubre de 2007 alcanzaba máximos históricos de 14194 puntos, cayó drásticamente hasta alcanzar los 6547 puntos en marzo de 2009. Dicha caída supone una pérdida del 54% del valor, un dato tremendo si tenemos en cuenta que en Estados Unidos la familia media invierte más en Bolsa que en España, por ejemplo, y el consecuentemente empobrecimiento de las familias estadounidenses.

En definitiva, tras la crisis financiera de 2007 y los fenómenos anteriormente descritos, el flujo de dinero en los mercados internacionales de crédito se frenó en seco. La crisis se extendió globalmente, afectando en menor o mayor medida a todos los países. Europa es una de las zonas que más afectada se vio, por diversos motivos. Entre ellos destacan la interrelación que existía entre la banca europea y la estadounidense, los problemas estructurales de los que Europa ya adolecía que se agravaron con la crisis, y la falta de medidas adecuadas y a tiempo para paliar la crisis.

En adelante, analizaremos las particularidades de la crisis en Europa en general y España en particular, donde trataremos de dilucidar qué factores han agravado la crisis en nuestro país.

---

<sup>13</sup> El *Dow Jones Industrial Average* (DJIA), popularmente conocido como Dow Jones, es un índice bursátil que recoge el comportamiento de la cotización de las 30 compañías industriales más representativas e importantes de Estados Unidos.

## 2.5 La crisis en Europa

Jamás una divisa tuvo tantos costes ni tanto significado para un proyecto regional como el euro; la moneda única suponía un factor clave en la integración monetaria y financiera de la Unión Europea. Prueba de ello es que si en 1998 el 20% de las carteras de los fondos de inversión de la Eurozona se correspondían con activos de otros países de la zona, dicho porcentaje aumentó hasta el 45% en 2007.

El elevado flujo de capitales extranjeros provocó la convergencia de los tipos de interés a los que se financiaban los distintos países de la Eurozona, lo cual permitió a algunos estados como España financiarse a tipos tremendamente bajos si se comparan con aquellos previos a la Unión Monetaria.

Antes de la entrada en circulación del euro, resultaba muy complicado para las empresas españolas emitir bonos en los mercados internacionales de financiación. Esto se debía a la baja confianza de los inversores tanto en nuestro país como en la divisa del momento; la peseta era una moneda que se había devaluado en distintas ocasiones en las últimas décadas, por lo que los inversores privados internacionales se mostraban reacios a invertir en ella sus ahorros.

Tras formar parte del euro, las empresas españolas vieron como sus fuentes de financiación se multiplicaron y el coste de dicha financiación se redujo considerablemente. Entre dichas fuentes, merece especial mención el mercado de cédulas hipotecarias<sup>14</sup>; los bancos españoles creaban cédulas hipotecarias a

---

<sup>14</sup> La cédula hipotecaria es un título emitido por una entidad financiera que paga un interés fijo. El pago de dicho título está respaldado tanto por el inmueble objeto de la cédula, como por la propia entidad financiera emisora. Es por ello que su nivel de riesgo es muy bajo, estando próximo al de la deuda pública. Incluso se han producido situaciones en las que la deuda pública era

partir de los créditos hipotecarios ya concedidos, luego las vendían y obtenían financiación para conceder más créditos.

Al hablar del mercado de cédulas hipotecarias en Europa es casi materia obligada hablar del *Pfandbrief*, el mercado alemán que a su vez era el más grande del mundo. Dicho mercado fue el principal destinatario de las cédulas hipotecarias emitidas por entidades españolas. Esto último se explica a través de la crisis de deuda que sufrió Alemania en 2001; antes de dicha fecha, las familias alemanas se encontraban tremendamente sobreendeudadas y la economía presentaba un *boom* inmobiliario. En el 2000 dicha burbuja estalló, y las familias alemanas aumentaron estructuralmente su tasa de ahorro a fin de reducir su endeudamiento, lo cual hundió la demanda interna del país. Ante esta situación, la entrada del euro y el *boom* crediticio en los países del sur de Europa permitieron que las exportaciones alemanas se incrementaran considerablemente, aliviando los efectos de la crisis. Adicionalmente, las familias alemanas encontraron en las emisiones de deuda respaldada (cédulas hipotecarias, principalmente) de los países periféricos un destino ideal para su ahorro, pues además no existía el riesgo de divisa. De esta forma, a grandes rasgos se puede afirmar que el ahorro de las familias alemanas fue una de las fuentes de financiación de las burbujas inmobiliaria y bancaria en España.

En 2006, los bancos españoles emitieron cédulas por valor de 70.000 millones de euros, tan sólo un 30% menos que la banca alemana, cuyo sistema bancario era tres veces mayor que el español. En septiembre de 2007, estando a las puertas de la crisis financiera, la cantidad acumulada de cédulas hipotecarias emitidas por la banca española ascendía a 300.000 millones de euros, cantidad equivalente al 30% del PIB español e igual a la deuda pública española.

---

impagada, pero no así las cédulas hipotecarias, como el caso de Grecia tras la crisis financiera.

Estos elevados volúmenes de emisión de cédulas hipotecarias por parte de la banca española son imprescindibles para entender la burbuja, tanto inmobiliaria como financiera, que se produjo en España. Esto se debe a que supusieron la principal fuente de financiación de los bancos, permitiéndoles conceder más crédito al sector inmobiliario.

## 2.6 El caso español

Para entender en profundidad la crisis que padece España en la actualidad es necesario analizar las particularidades de la economía española en las casi dos décadas previas al estallido de dicha crisis. Durante 1992 y 1993 España se vio sumida en un periodo de recesión, durante el que se destruyeron 900.000 puestos de trabajos, un 6'5% del empleo total (Díez, 2013).

Tras estos dos años de crisis, España vivió un ciclo de 14 años de expansión económica entre 1994 y 2007, con un aumento de la ocupación del 60%. El inicio de dicho periodo fue posible por distintos motivos, entre los que cabe destacar:

- La crisis obligó a depreciar la peseta, lo que provocó una infravaloración del tipo de cambio con nuestra divisa, volviendo a nuestra economía tremendamente competitiva. Esta elevada competitividad, unida a un periodo de expansión económica en Alemania tras su reunificación, provocó un fuerte incremento en nuestras exportaciones.
- Tras la acusada destrucción de empleo durante la crisis, los niveles de paro posteriores a ésta permitieron que el mercado laboral se reajustara mediante una moderación salarial que duró varios años.

Aproximadamente hasta 1998, el ciclo económico expansivo que experimentaba España “estaba dentro del guión”, es decir, parecía apoyado en variables macroeconómicas y no daba muestras de sobrecalentamiento o

generación de burbujas. Tras el anuncio de la entrada de España en el euro en 1998, los tipos de interés de nuestra economía cayeron drásticamente<sup>15</sup> hasta situarse a un nivel parejo a los alemanes. Además, como se ha mencionado anteriormente, los bancos españoles tuvieron acceso a los mercados de financiación internacionales. Estos dos factores provocaron un *boom* de crédito en España que, como veremos después, se canalizó hacia el sector inmobiliario con consecuencias a la larga desastrosas para la economía española.

Cuando la crisis financiera *subprime* se extendió a las demás economías y alcanzó la española, las debilidades estructurales de ésta salieron a la luz, agravando enormemente las ya de por sí duras consecuencias de la crisis y minando la recuperación económica.

La economía española comenzó a dar síntomas de agotamiento en 2006 y, tras el estallido de la crisis económica en 2007, España vio como su economía se estancaba en dicho año, para caer en recesión a partir de 2008 y 2009. El momento más duro de la crisis fue el primer cuarto de 2009, en el que el PIB cayó un 6.3% y se destruyeron 800.000 empleos (Carballo-Cruz, 2011).

Como se analizará al final de este apartado, uno de los principales problemas de la economía española era y es el elevado nivel de desempleo; el nivel de paro ha pasado del 8.3% (1.834.000 parados) en 2007 a situarse en torno al 24% (4.512.153 parados) en 2015. Los años de mayor destrucción de empleo fueron 2008 y 2009, en los que la tasa de paro aumentó un 41% y un 60.2%, respectivamente.

---

<sup>15</sup> Merece la pena mencionar que, pese a que dicha bajada de tipos permitió el desarrollo económico posterior, a la larga se ha visto que tuvo consecuencias desastrosas para la economía española. Tras un ciclo expansivo como el que experimentó España entre 1994 y 1998, la bajada de tipos equivalía a una política monetaria ultra expansiva, que acabó siendo uno de los factores que permitió la aparición de burbujas en distintos sectores de la economía española.

Entre 2008 y 2010, la demanda interna cayó un 7.6%, mientras en Europa la caída media fue de 1.6%. Como era de esperar, el sector en el que más pronunciada fue dicha caída fue el sector inmobiliario, que en el mismo periodo descendió un 41%.

Como se ha ido señalando, tanto el sector inmobiliario como el bancario, y sus desequilibrios, han jugado un papel fundamental en el desarrollo de la crisis en España. Es por ello que a continuación se realizará un análisis pormenorizado de ambos.

### El sector inmobiliario

El crecimiento del precio de la vivienda en España llevó a la formación de una burbuja en este sector, siendo los factores que permitieron su aparición los siguientes:

- La bajada de tipos tras la entrada de España en el euro, situándose éstos en niveles excesivamente bajos para el ciclo económico en que se encontraba nuestra economía. El tipo de interés hipotecario pasó del 9.6% en 1997 al 3.3% en 2007.
- Una política fiscal por parte del gobierno que favorecía la compra de vivienda frente a otras alternativas como el alquiler.
- Un modelo de política económica basado en el sector inmobiliario, que permitía (Celia Bilbao, María A. García y Javier Suárez, 2006):
  - o Reducción del paro, pues se trata de un sector con un uso intensivo de mano de obra.
  - o Aumento del precio medio de la vivienda, lo cual favorecía al ciudadano medio que, por lo general, era propietario de su vivienda.

- Generación de grandes ingresos fiscales para las administraciones públicas.

Los aumentos iniciales en el precio de la vivienda, provocados por unas condiciones de mercado favorables para la concesión e hipotecas, seguido por un efecto contagio fruto de la euforia económica, acabaron por crear una burbuja en el sector.

Entre 1997 y 2007, la tasa de crecimiento anual del sector fue superior al 5%, de forma que a finales de 2007 dicho sector suponía el 14% del empleo y generaba el 16% del PIB. Y si tenemos en cuenta los sectores relacionados y dependientes del inmobiliario, se estima que dichos datos se disparan hasta el 23% y el 25%, respectivamente (Tamames, 2009).

Los factores que permitieron el crecimiento de la demanda en el sector ya se han mencionado al inicio de este epígrafe, pero conviene añadir el aumento de la competencia en el sector bancario y el flujo de inmigrantes, que se estima que ascendió a 4'5 millones entre 1997 y 2007.

Dicho crecimiento en la demanda fue acompañado por un aumento en la oferta, con un número estimado de nuevas viviendas construidas en el periodo 1997-2007 de 5'3 millones. En 2007, se construyeron más viviendas en España que en Francia, Italia y Alemania juntos.

Este desarrollo del sector provocó una fuerte demanda de crédito, de forma que el volumen de hipotecas sobre el PIB para el periodo comprendido entre 1997 y 2007 pasó del 28'4% al 102'9%, incrementándose enormemente también el endeudamiento de las familias españolas, que pasó del 52'7% del salario disponible en 1997 al 132'1% en 2007.

Pero al inicio de esta burbuja, la imposibilidad material de la oferta, dadas las características del sector, de ajustarse inmediatamente a la demanda, provocó las primeras subidas en el precio de la vivienda (Prakash Loungani, 2008). Los precios subieron con mayor rapidez cuando la propia expectativa de que los precios subirían comenzó a afectar a la demanda, llegando a aumentar casi un 20% anual. El espectacular aumento de los precios de la vivienda hasta 2007, seguido de un descenso a partir de esa fecha nos da una fotografía perfecta de la burbuja que sufrió el sector.

Desde finales de 2007, el precio de la vivienda comenzó a caer paulatinamente, mientras que las ventas de viviendas sí tuvieron una caída más drástica; de esta forma, el mercado inmobiliario se ajustaba a través de las cantidades y no de los precios. Según fuentes estatales, los precios cayeron entre 2007 y principios de 2011 un 15% en términos nominales y un 20% en términos reales (Banco de España, 2011a). Tinsa, la mayor tasadora inmobiliaria de España, calcula que dicha caída de los precios es incluso mayor, situándola en el 22% para el mismo periodo (Tinsa, 2011). Esta caída en el precio se explica por el aumento del desempleo, el aumento del coste de financiación, el elevado número de viviendas por vender y la restricción del acceso al crédito bancario. Aparte de la caída en los precios de la vivienda, se estima que el descenso acumulado de las ventas entre 2007 y 2010 se situaba en torno al 43% (Banco de España, 2010b).

Los ajustes que se produjeron en el lado de la demanda también merecen ser objeto de estudio. En 2006, el número de nuevas viviendas que se construyeron fue de 850.000, mientras que en 2010 tan sólo se inició la construcción de 90.000 viviendas, 20.000 menos que el año anterior (Rodríguez, 2011). Durante los años de expansión económica, se calcula que se construía una media de 500.000 viviendas al año, mientras que las necesidades de la población española apenas llegaba a 350.000 viviendas anuales (David Martínez, Tomas Riestra e Ignacio San Martín, 2006).

El reajuste de oferta y demanda en el sector inmobiliario español está y continuará siendo un proceso lento, en el que tanto entidades públicas como bancarias han de jugar un papel principal para reactivar dicho sector.

Pero todo este desarrollo del sector inmobiliario no habría sido posible sin un pulmón económico que lo financiase; el sector bancario. De hecho, este fue el medio de transmisión por el que la burbuja inmobiliaria desembocó en una burbuja en el sector bancario. En el periodo entre 2004 y 2007, el crecimiento de la tasa de créditos concedidos al sector inmobiliario se situaba en torno al 35%, y en 2007 el volumen de créditos concedidos al sector ascendía al 45% del PIB español, mientras que su producción apenas llegaba al 20%.

Este crecimiento desorbitado de los créditos al sector inmobiliario provocó una concentración de riesgos en los balances de las entidades bancarias. Dicho volumen de viviendas formaba parte del activo de los bancos, y ante una situación de escasez de demanda como la que se ha descrito, los impagos y la depreciación de la vivienda generaron pérdidas considerables para los bancos, como se verá a continuación.

### **El sector bancario**

Desde 2007, el sector bancario en España está fuertemente condicionado por la crisis internacional y el estallido de la burbuja inmobiliaria. A su vez, el desarrollo de la crisis económica y la pérdida de confianza en las entidades españolas han dificultado considerablemente su acceso a la financiación de los mercados internacionales. En los últimos, se podría resumir que la crisis del sector bancario se debe a su exposición a la burbuja inmobiliaria, la recesión económica y el consecuente desempleo. Además, todos estos factores influyen negativamente en la solvencia de las familias, lo cual se acaba trasladando a la solvencia de las entidades financieras.

El caso de las Cajas de Ahorros merece especial atención; se trata de entidades financieras públicas sin ánimo de lucro y cuyo objetivo es el desarrollo económico en sus zonas de influencia. En 2011, contaban con el 48% de los depósitos y el 46% de los préstamos concedidos por el sector bancario (Confederación Española de Cajas de Ahorros, 2011). Su situación era particularmente grave porque acumulaban un gran porcentaje de los créditos otorgados al sector inmobiliario; en 2009, el 56'3% de los créditos concedidos a actividades productivas se habían destinado a dicho sector, y el 41% de los préstamos totales concedidos correspondía a la adquisición o rehabilitación de viviendas.

Como se ha mencionado previamente, la crisis hizo que el nivel de impago aumentase, por lo que los bancos no recuperaban el importe prestado, sino que recibían el inmueble que garantizaba dicho préstamo. Pero a su vez, el valor de dicho inmueble no hacía más que disminuir, poniendo en riesgo la liquidez y solvencia de las entidades bancarias.

Sin embargo, la gran preocupación desde un punto de vista económico es la incapacidad del sector bancario para llevar a cabo una de sus tareas principales; la financiación del crecimiento económico. Tras el estallido de la crisis, la tasa de crecimiento del número de créditos concedidos se contrajo, hasta situarse en niveles negativos. El crédito a empresas fue aquel cuya tasa más disminuyó, de forma que en 2008 ésta se situaba en torno al 30%, el doble que la zona euro, mientras que en 2009 se volvió negativa, situándose en -4'2% a mediados de 2010.

La situación se agravó a partir de 2010 y 2011, con la crisis de deuda soberana que afectó a gran parte del Viejo Continente. El coste de financiación de los propios bancos subió, dificultando enormemente su financiación y el acceso a los mercados internacionales.

## 2.7 Dos grandes problemas de la economía española

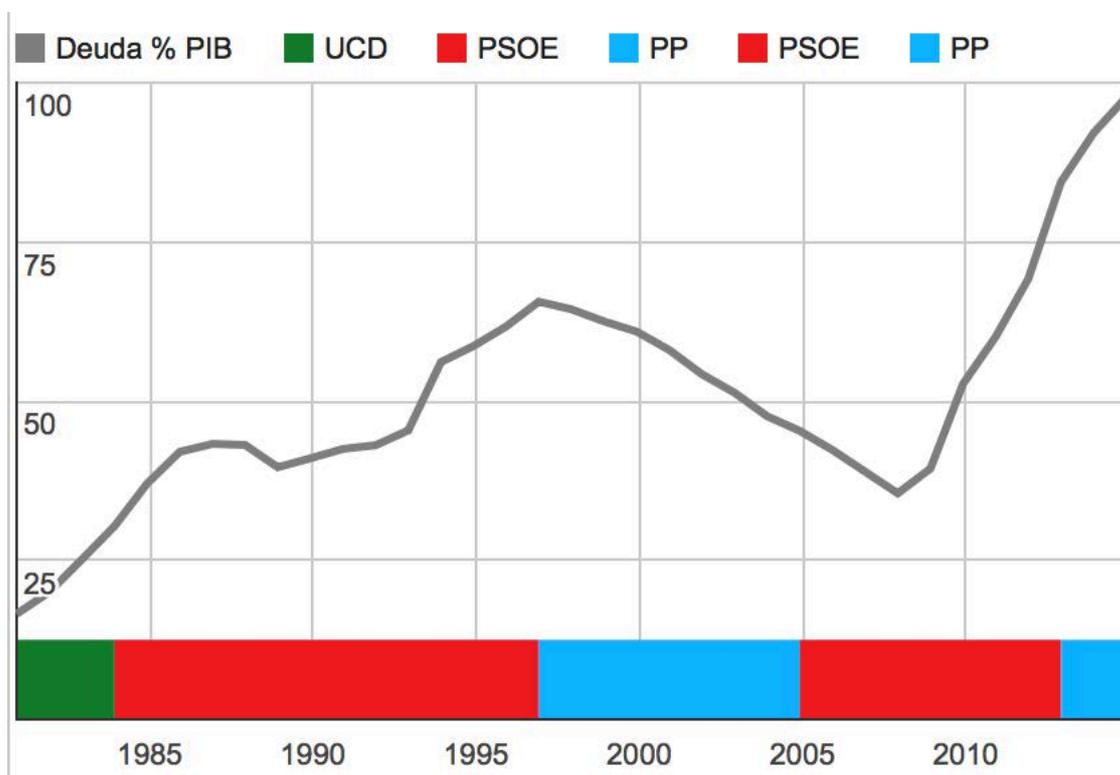
A continuación, analizaremos dos de los grandes problemas a los que se enfrenta la economía española; el crecimiento de la deuda y el aumento del nivel de desempleo.

### El crecimiento de la deuda

Por un lado, el crecimiento de la deuda privada en los años previos al estallido de la crisis ha llevado al sobreendeudamiento de un gran número de familias españolas. La tasa de crecimiento de la deuda al sector privado hasta 2006 se situaba en torno al 30%, manteniéndose a niveles por encima del crecimiento nominal del PIB hasta 2008. Entre 2004 y 2007, la tasa de crecimiento media del crédito en términos generales se situaba en 21'8%, muy por encima del 8'9%, la media europea.

Por otro lado, la deuda pública también ha aumentado considerablemente desde el estallido de la crisis económica, y especialmente desde 2010; en 2007 suponía el 35% del PIB español, en 2010 el 60'1% y en 2014 el 97'7%, hasta situarse en 2015 por encima del PIB español. Estos datos muestran que la deuda pública española se ha triplicado en menos de 10 años, lo cual resulta alarmante. Cabe destacar el hecho de que en torno al 45% de la deuda pública española está en manos de inversores extranjeros, lo cual no es nada habitual si comparamos este dato con el de otros países como Italia o Japón, cuya deuda, en general, está en manos de nacionales de cada estado. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la deuda pública sobre el PIB entre 1980 y 2014, junto con el partido política que gobernaba durante cada periodo.

**Gráfico 10;** Evolución de la deuda sobre el PIB español para el periodo 1980-2014



Fuente: datosmacro.com

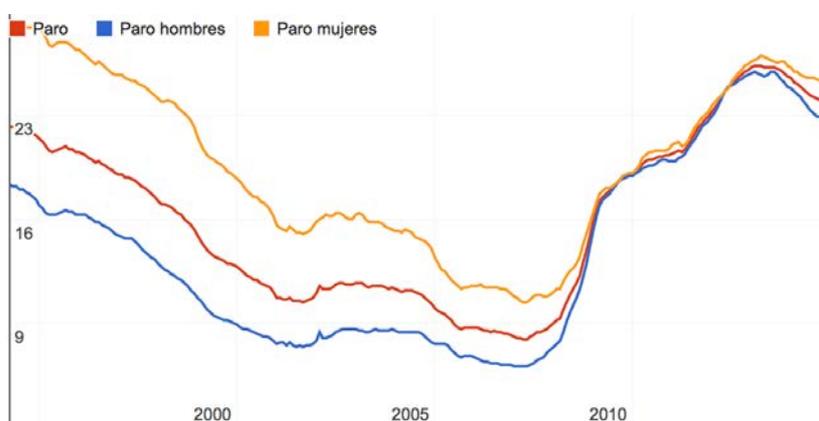
El desendeudamiento, tanto del sector público como del privado, debe ser una prioridad de las políticas del gobierno y las decisiones de los individuos en los próximos años. Dicho desendeudamiento tan sólo será posible como consecuencia del crecimiento económico. De lo contrario, el endeudamiento continuará mermando el gasto de las familias, y con ello la propia capacidad de la economía para reactivarse. Según *Bank of america Merrill Lynch*, por cada punto básico que desciende el endeudamiento del sector privado, las necesidades de financiación de las entidades financieras se reducen en 15.000 millones de euros (Centro del Sector Financiero PwC e IE Business School, 2011).

## El aumento del desempleo

Probablemente uno de los datos cuyo aumento ha sido más alarmante desde el estallido de la crisis y cuya solución supone uno de los principales objetivos del Gobierno sea la tasa de desempleo.

Tras el ciclo de expansión económica mencionado anteriormente transcurrido entre 1994 y 2007, que se caracterizó por un aumento del 60% de la población ocupada, la crisis financiera de 2007 frenó de golpe esa tendencia. En la actualidad, la tasa de desempleo de nuestro país se sitúa en el 23'4%<sup>16</sup>, muy por encima de la registrada en otros países de la Eurozona, como Portugal (13'3%), Italia (12'6%) o Francia(10'2%). Estos datos se pueden observar en el siguiente gráfico, que muestra el nivel de desempleo, también desglosado por sexos, para el periodo mayo 1994-diciembre 2014. En él se puede apreciar el descenso de la tasas de desempleo hasta 2007, y su fuerte crecimiento tras el estallido de la crisis.

**Gráfico 11;** Tasa de desempleo en España para el periodo mayo 1994-diciembre 2014.



<sup>16</sup> Datos obtenidos de la página [www.datosmacro.com](http://www.datosmacro.com)

Fuente: datosmacro.com

Este incremento en la tasa de paro encuentra su primer motivo, una vez más, en el sector inmobiliario; durante la burbuja, un elevado número de jóvenes e inmigrantes con escasas formación se incorporaron al sector dada la fuerte demanda de mano de obra. Tras el estallido de la crisis y la caída de la demanda de trabajo, gran parte de dicho colectivo se vio abocado al desempleo. En la etapa de mayor destrucción de empleo, entre los años 2008 y 2010, la tasa de despidos del sector era ligeramente superior al 36% (Carlos Álvarez Aledo, 2011). Dicha tasa es muy superior a la media registrada en otros países de la Unión Europea, a excepción de los países bálticos e Irlanda, donde rondaba el 50%. Esta diferencia entre la media europea y el dato español se explica por el elevado peso que tenía el empleo en el sector inmobiliario sobre el empleo total respecto al restos de vecinos europeos (13'2% en España frente a un 8'4% en Europa).

La apreciación del tipo de cambio real sufrida por España tras la entrada en el euro también fue un factor determinante en el desarrollo del empleo durante la crisis. Durante la primera década del siglo XXI, los costes laborales por unidad producida aumentaron un 20% más en España que en la Eurozona, reduciendo significativamente la competitividad de la economía española (Ángel Laborda, 2010). Tras el estallido de la crisis, las empresas se han visto obligadas a reducir sus costes para mantener tanto su cuota de mercado como su nivel de beneficios. Ante la imposibilidad de devaluar la moneda tras la entrada en el euro y la rigidez de los salarios, la única vía de lograr los objetivos mencionados anteriormente era aumentar la productividad, y dicha medida tan sólo es posible a corto plazo mediante el despido de empleados.

Por último, cabe señalar la rigidez estructural del mercado laboral español como otro de los factores que ha influenciado en el estado actual de dicho mercado. Esta rigidez se traduce en la inmovilidad de salarios y tiempo

trabajado, así como en una excesiva segmentación del mercado de trabajo. Esta segmentación da lugar a dos grupos de trabajadores diferenciados; trabajadores con salarios elevados y protegidos por altas indemnizaciones, y empleados con bajos salarios y muy poca protección. Esto provoca que la mayoría de los ajustes que se han producido en el mercado laboral hayan sido sufridos por el segundo grupo, dada la mayor facilidad de despido y su baja productividad, lo cual explica el alto nivel de desempleo en dichos colectivos. Esta rigidez del mercado laboral, unida a la pérdida de competitividad descrita en el párrafo anterior provoca, una vez más, que el aumento de la competitividad de las empresas tan sólo sea posible a través del despido de trabajadores.

## 2.8 Medidas para salir de la crisis

Tanto a nivel nacional como a nivel europeo, se han adoptado una serie de medidas cuyo fin último era y es la recuperación económica. Como cabría esperar, se han cometido errores en dicho proceso, pero eso no debería más que motivar tanto a dirigentes como ciudadanos para adoptar una actitud proactiva y continuar abordando nuevas reformas que permitan superar, finalmente, esta crisis económica y financiera.

Antes de ceñirnos al ámbito europeo y español, merece la pena mencionar dos medidas que son aplicables, e incluso recomendables, para cualquier país del mundo. Éstas son las siguientes:

- Un mayor control de las entidades financieras. Esta medida se ha hecho más que obvia tras el estallido de la crisis, con agujeros negros como la ya mencionada “banca en la sombra”. El sistema financiero ha de

recuperar el que ha sido siempre su objetivo prioritario; la canalización del ahorro hacia la inversión.

- Resulta un tema muy polémico en la actualidad por causas que no son objeto de este trabajo, pero el aumento de la carga impositiva a aquellas rentas más elevadas es una medida que, en opinión de gran cantidad de economistas y del que suscribe estas palabras, ayudaría a paliar los efectos de la crisis. En esta línea se mostró el oráculo de las finanzas, Warren Buffet, en un artículo que escribió en 2011 para "*The New York Times*". En dicho artículo, Buffet afirmaba que "*El año pasado pagué solo el 17,4% en impuestos; un porcentaje inferior al que tuvieron que pagar los 20 empleados de mi oficina, cuyo rango abarcó entre el 33% y el 41%, con una media del 36%*". Estas palabras, en boca de uno de los hombres más ricos del planeta, avivó el debate en Estados Unidos.

A continuación repasaremos en términos generales las medidas contra la crisis, tanto las llevadas a cabo como las que en opinión del que escribe estas palabras convendría acometer.

#### A) Europa

La crisis financiera de 2007 ha sido el primer gran reto que ha tenido que enfrentar la estructura supranacional creada a partir del proceso de integración europea que ha tenido lugar en los últimos 40 años. Dicha crisis ha puesto en relieve numerosas deficiencias, que acaban desembocando en una toma de decisiones tardía y errónea (Paul De Grauwe, 2011). Ejemplo de ello es que Europa fue una de las regiones que menor estímulo fiscal y monetario inyectó en 2008, así como una de las primeras en retirarlo en 2010, con las consecuencias desastrosas que se han ido señalando a lo largo de este trabajo.

Dadas las características actuales de la Unión Europea, se puede afirmar que difícilmente se puede imaginar la salida de España de la crisis sin que se dé la recuperación económica de la zona euro. (Díez, 2013). Es por ello que algunas de las medidas que se deberían adoptar a nivel europeo son las siguientes: la Unión Bancaria, la creación de un Fondo de Garantía de Depósitos europeo, tal y como el supervisor financiero único, así como de una agencia de r ating europea.

## B) España

En los últimos años se han llevado a cabo numerosas reformas en España en ámbitos muy distintos, como por ejemplo la reforma laboral o la reforma fiscal, que en menor o mayor medida han tenido resultados positivos para la economía. Sin embargo, aún quedan numerosas medidas por acometer a fin de recuperar la senda del crecimiento económico. Entre las medidas llevadas a cabo y aquellas pendientes de implantar, cabe destacar:

- La reforma del sector bancario, que se acometió debido a los problemas estructurales que presentaba el sector, entre los que destacan la excesiva exposición al sector inmobiliario y la elevada dependencia de la financiación internacional. En 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), cuyo objetivo prioritario es mejorar la solvencia de los bancos mediante la aportación de fondos durante el proceso de reestructuración. Cabe destacar los distintos "tests de stress" a los que se ha sometido a la banca española con el objetivo de valorar la situación de cada banco frente a posibles situaciones complicadas venideras. Por último, merece la pena señalar que el proceso de reestructuración bancaria ha tenido como objetivos reorganizar el sector, reconocer las pérdidas de cada entidad y capitalizar aquellas entidades cuyas pérdidas las hacían inviables.

- La reforma laboral de 2010, cuyos objetivos fueron a la dualidad y rigidez de los salarios y el aumento de la flexibilidad interna en las empresas (Felipe Sáez, 2011). El objetivo de esta reforma era dinamizar el mercado laboral español a fin de reducir la creciente tasa de desempleo. Sin embargo, esta reforma no ha dado hasta la fecha los resultados esperados, al ser demasiado conservadora (Jose Ignacio Conde Ruiz, Florentino Felgueroso y Jose Ignacio García Pérez, 2011).
- La reforma fiscal y sus sucesivas modificaciones, cuyo objetivo es aumentar la recaudación estatal tratando de no monopolizar la renta de los contribuyentes. Durante periodos de crisis como éste, baja la recaudación estatal, aumenta el gasto público por las prestaciones por desempleo, aumenta el déficit y sube la deuda pública. En este escenario, la política fiscal adquiere un papel fundamental para el mantenimiento de las finanzas públicas.

### 3. Conclusiones

Un análisis detallado de la crisis económica, los factores que nos han llevado a ella, las políticas adoptadas y la efectividad de éstas resulta fundamental tanto para entender el sistema financiero, como para poder prevenir futuras crisis.

A lo largo de este trabajo hemos podido ir viendo el “efecto dominó” que nos ha llevado a la situación actual, pero también que toda situación adversa es revertible y que no hay crisis que fin no tenga. En primer lugar, vimos cómo diversos factores, algunos fruto de la actividad del hombre, como la derogación de la *Glass-Steagall Act*, otros motivados por el “estado de las fichas sobre el tablero”, como la globalización y las TIC, nos condujeron a la mayor crisis de los últimos 50 años.

Posteriormente, analizamos el proceso que llevó al estallido de la crisis, su desarrollo y estudiamos el rescate llevado a cabo por la Administración estadounidense.

Finalmente vimos cómo la crisis llegó a Europa, y el efecto devastador que tuvo, especialmente sobre la economía española. Aquí analizamos los motivos de ese efecto devastador, tales como la burbuja inmobiliaria o la de crédito, realizando un diagnóstico en profundidad de la economía española pre-crisis, así como durante y tras el periodo más duro de ésta.

Por último, se valoraron las medidas adoptadas por los distintos gobiernos y, una vez más, aquellas adoptadas en el caso de España con mayor detalle. Aquí analizamos la reforma fiscal y laboral, entre otras medidas. Sin embargo, las medidas implantadas hasta la fecha parecen no ser suficientes, por lo que

resulta necesario continuar emprendiendo nuevos ajustes en la economía y la sociedad.

Por tanto, la crisis financiera de 2007 fue un cúmulo de omisiones y acciones de individuos, que ante la libertad que les ofrecían los mercados financieros y su desregulación, se dejaron llevar por el beneficio propio sin tener en cuenta las consecuencias a largo plazo. A su vez, esta crisis es fruto de un conjunto de decisiones y actuaciones interrelacionadas, por lo que no es posible individualizar la responsabilidad que de ella deriva. Más que buscar culpables, hemos de aprender de sus errores y tenerlos en cuenta al sentar las nuevas bases de los mercados y agentes financieros.

Es por ello que el objetivo de este trabajo también es mostrar que, si se continúa con las reformas impulsadas y se proponen nuevas medidas, tanto a nivel europeo como nacional, e incluso global, la senda del crecimiento económico es posible. El objetivo último de las palabras que se recogen en este documento es que la crisis vivida en los últimos años nos sirva de lección para aprender y evitar cometer de nuevo los mismos errores.

Este trabajo es, ante todo, didáctico, y busca formar a los lectores en la cultura tanto financiera como económica, que les pueda servir como herramienta a la hora de tomar decisiones sobre sus finanzas tan simples como comprarse un coche o decidir la mejor forma de financiarlo.

Sólo mediante el conocimiento y la comprensión de los factores que nos han llevado a esta situación podremos evitar que una crisis de esta magnitud se repita de nuevo.

“No hay crisis que cien años dure”, y ésta no es diferente. Es responsabilidad tanto de los dirigentes como de todos los ciudadanos revertir la situación en la que nos encontramos, a fin de dejar una sociedad, y en definitiva un mundo mejor, a las generaciones venideras.

"El futuro tiene muchos nombres. Para los débiles es lo inalcanzable. Para los temerosos, lo desconocido. Para los valientes es la oportunidad."

Victor Hugo

## 4. Bibliografía

- Álvarez Aledo, Carlos. (2011). "Mercado de Trabajo: Balance global." *Economistas*, 126: 97- 109.
- *American Recovery and Reinvestment Act* (2009), s.l., s.e. (pdf). Disponible en: <http://www.law.cornell.edu/jureeka/index.php?doc=USPubLaws&cong=111&no=5>. Consultado en marzo de 2015
- Banco de España. (2010b). Informe de Estabilidad Financiera 10/2010. Madrid: Banco de España.
- Banco de España. (2011<sup>a</sup>). Informe de Estabilidad Financiera 05/2011. Madrid: Banco de España
- Banco de México (2009), Reporte sobre el sistema financiero. Julio, México, Banco de México.
- Bilbao Terol, Celia, María A. García Valiñas, and Javier Suárez Pendiello. (2006). "Intervenciones Públicas, Haciendas Territoriales y Precios de la Vivienda." *Papeles de Economía Española*, 109: 237-255.
- Buffet, Warren (2011). "*Buffett calls for tax rises for rich*", *Financial Times*, 15 de agosto.
- Carballo-Cruz, Francisco. (2011). "*Causes and consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the recovery is taking so long?*". University of Minho, Portugal.
- CBO (2013), Congressional Budget Office. Disponible en: [www.cbo.gov](http://www.cbo.gov).
- Centro del Sector Financiero PwC and IE Business School. (2011). "Interrelación entre la Financiación de la Banca Española y el Riesgo Soberano". Madrid: Centro del Sector Financiero PwC and IE Business School.
- Conde-Ruiz, José Ignacio, Florentino Felgueroso, and José Ignacio García-Pérez. (2011). "Reforma Laboral 2010: Una Primera Evaluación y Propuestas de Mejora." FEDEA Colección de Estudios Económicos 01-2011.

- Confederación de Cajas de Ahorro. (2011). Memoria 2010. Madrid: Confederación de Cajas de Ahorro.
- Crotty, James (2008), "*Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the New Financial Architecture*", per Workingpaper Series 180, University of Massachusetts Amhest.
- De Grauwe, Paul. (2011). "*Only a More Active ECB Can Solve the Euro Crisis.*" The Centre for Economic Policy Studies Policy Brief, 250 (August): 1-8.
- Díez, Jose Carlos. (2013). Hay vida después de la crisis. (5a ed.) Plaza Janés
- Gutiérrez R., Roberto (2002), "La globalización: retos, oportunidades y tendencias", en María Antonia Correa Serrano y Roberto Gutiérrez R. (coords.), Tendencias de la globalización en el nuevo milenio, México, UAM-x, pp. 13-47.
- IMF (2010), World Economic Outlook. October 2010. Recovery, Risk and Rebalancing, Washington, International Monetary Fund.
- Laborda, Ángel. (2010). "La Economía Española en la Encrucijada: Diagnóstico y Estrategias de Salida." Cuadernos de Información Económica, 214: 65-72.
- Loungani, Prakash. (2008). "*House Prices: Corrections and Consequences*". Washington: World Economic Forum IMF.
- Martínez, David, Tomás Riestra, and Ignacio San Martín. 2006. "La Demanda de Vivienda, Factores Demográficos." Papeles de Economía Española, 109: 91-105.
- MoneyCafe.com (s.f.), "Federal funds rate", en *MoneyCafe.com*. Consultado en marzo de 2015 en: <http://www.moneycafe.com/personal-finance/fed-funds-rate/>.
- Mortgage-x (s.f.), "Interest Rate Trends", en *Mortgage Information Service*. Consultado en marzo de 2015 en: <http://mortgage-x.com/trends.htm>.

- NBER (2010), "The Business Cycle Dating Committee, National Bureau of Economic Research", en The National Bureau of Economic Research. Consultado en: <http://www.nber.org/cycles/sept2010.html>.
- Parramón, Esther. (2014). "Claves para entender la banca en la sombra: *Shadow Banking*". Universidad Carlos III, Madrid
- Rodríguez, Julio. (2011). "El Mercado y la Política de Vivienda." *Economistas*, 126: 97-109.
- Roubini, Nouriel (2007), ""The Biggest Slump in us Housing in the Last 40 Years... or 53 Years", en *Roubini Global Economics*. Disponible en: [www.rgemonitor.com/blog/roubini/142759/](http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/142759/)
- Sáez, Felipe. (2011). "Reflexiones en torno a la Reciente Reforma Laboral." *Economistas*, 126: 97-109.
- Tamames, Ramón. (2009). "Para Salir de la Crisis Global. Análisis y Soluciones. Propuestas para España y Latinoamérica". Madrid: Ediciones Algaba.
- Tinsa. (2011). "Índice de Mercados Inmobiliarios Españoles", julio 2011. Madrid: Tinsa.
- US Census Bureau (2008), State of the Nation's Housing Report, Washington, US Census Bureau.