



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
ICADE

# **LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE ANTE LA CRISIS DE 2008: ANÁLISIS COMPARATIVO DE ESPAÑA Y PORTUGAL**

Autor: Catalina García-Iglesias March  
Director: Covadonga Meseguer Yebra

MADRID | Mayo 2024

## **RESUMEN**

La crisis financiera de 2008 fue un episodio histórico que sacudió la economía mundial de manera severa. Aunque este suceso afectó de manera diferente a cada país, dos estados, geográficamente similares y con grandes semejanzas, sufrieron esta etapa de manera muy distinta: España y Portugal.

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es investigar las causas y consecuencias de la crisis de 2008 en España y Portugal. Este trabajo analiza el origen de la crisis desde una perspectiva mundial, así como de manera individual en cada uno de los estados seleccionados. De esta manera, se realizará una comparativa entre ambos estados, las causas, consecuencias y la efectividad de las medidas aplicadas en cada uno de ellos.

El trabajo argumenta que, aunque ambos países enfrentaron desafíos económicos importantes, las diferencias en sus situaciones financieras y las respuestas políticas adoptadas influyeron en la duración de los impactos de la crisis. En España, la crisis fue principalmente un problema bancario, agravado por una burbuja inmobiliaria y un sistema financiero inestable. Por otro lado, Portugal enfrentó una crisis fiscal y de deuda pública, requiriendo un rescate financiero completo y medidas de austeridad estrictas.

El trabajo proporciona un análisis detallado de cómo dos economías similares tuvieron un origen y una trayectoria muy distinta frente a una crisis global.

## **PALABRAS CLAVE**

Crisis; España; Portugal; Política Monetaria; Banco Central Europeo; indicadores macroeconómicos.

## **ABSTRACT**

The 2008 financial crisis was a historic episode that severely shook the global economy. Although this event affected each country differently, two states, geographically similar and with many similarities, experienced this period very differently: Spain and Portugal.

The aim of this thesis is to investigate the causes and consequences of the 2008 crisis in Spain and Portugal. This study analyzes the origin of the crisis from a global perspective, as well as individually in each of the selected states. In this way, a comparison will be made between both states, the causes, consequences, and the effectiveness of the measures applied in each of them.

The thesis argues that, although both countries faced significant economic challenges, differences in their financial situations and the political responses adopted influenced the severity and duration of the crisis's impacts. In Spain, the crisis was primarily a banking problem, aggravated by a real estate bubble and an unstable financial system. On the other hand, Portugal faced a fiscal and public debt crisis, requiring a full financial bailout and strict austerity measures.

This thesis provides a detailed analysis of how two similar economies had very different origins and trajectories in the face of a global crisis.

## **KEY WORDS**

Crisis; Spain; Portugal; Monetary Policy; European Central Bank; Macroeconomic Indicators

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>ÍNDICE DE FIGURAS</b> .....	5
<b>ÍNDICE DE ABREVIATURAS</b> .....	6
<b>1. Introducción</b> .....	7
<b>2. Metodología</b> .....	9
<b>3. Marco teórico: Las crisis financieras</b> .....	10
3.1. Contexto: Crisis Financiera 2008.....	11
3.2. Banco Central Europeo.....	13
3.2.1. Función y Responsabilidad del BCE en la zona euro.....	13
3.2.2. Medidas y políticas del BCE en respuesta a la crisis.....	14
<b>4. Análisis y estudio del caso</b> .....	18
4.1 Análisis de la crisis en España.....	18
4.1.1. Contexto Económico y Financiero en España.....	18
4.1.2. Medidas y políticas aplicadas en España.....	23
4.1.3. Impacto de las medidas. Evaluación de la efectividad de las políticas.....	28
4.2. Análisis de la crisis en Portugal.....	30
4.2.1. Contexto económico y financiero en Portugal.....	30
4.2.2. Medidas y políticas aplicadas en Portugal.....	33
4.3.3. Impacto de las medidas. Evaluación de la efectividad de las políticas.....	35
<b>5. Análisis Comparativo</b> .....	39
5.1. Comparativa en la crisis.....	39
5.2. Comparativa en las medidas aplicadas.....	42
5.3. Evaluación de la recuperación económica en ambos países.....	44
<b>6. Conclusiones</b> .....	46
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	49

## ÍNDICE DE FIGURAS

- Figura 1: Evolución PIB Mundial (1992-2015)
- Figura 2: Evolución tipo de interés Zona Euro
- Figura 3: Evolución crecimiento PIB – España
- Figura 4: Distribución del crédito según el tipo de identidad
- Figura 5: Distribución del Crédito por Finalidad
- Figura 6: Deuda del Gobierno (% PIB) – España
- Figura 7: Evolución crecimiento PIB – España
- Figura 8: Cajas de Ahorros: total activo
- Figura 9: Evolución crecimiento PIB – España
- Figura 10: Desempleo total en España
- Figura 11: Evolución deuda del gobierno – España
- Figura 12: Evolución Crecimiento PIB – Portugal vs Eurozona
- Figura 13: Balanza Comercial Portugal
- Figura 14: Deuda de Gobierno de Portugal
- Figura 15: Déficit Portugal
- Figura 16: Evolución PIB Portugal
- Figura 17: Déficit Portugal
- Figura 18: Desempleo Portugal
- Figura 19: Evolución PIB – España vs Portugal
- Figura 20: Evolución deuda de Gobierno – España vs Portugal
- Figura 21: Comparativa de la evolución de rendimiento de bonos de Estado a 10 años de España y Portugal
- Figura 22: Cronología (1999-2010) eventos económicos en España y Portugal
- Figura 23: Comparativa medidas aplicadas en España y Portugal

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS

<b>BCE</b>	Banco Central Europeo
<b>FAAF</b>	Fondo de Adquisición de Activos Financieros
<b>FROB</b>	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
<b>IMF</b>	International Monetary Fund
<b>MEDE</b>	Mecanismo Europeo de Estabilidad
<b>OCDE</b>	Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico
<b>OMT</b>	Outright Monetary Transactions
<b>PIB</b>	Producto Interior Bruto
<b>UE</b>	Unión Europea
<b>UEM</b>	Unión Económica y Monetaria

## **1. Introducción**

La crisis financiera de 2008 representa un hecho relevante en la historia económica mundial, marcando un período de gran transformación que afectó a la economía del mundo entero. Uno de los aspectos más interesantes de este suceso fue la disparidad en la forma en que diferentes países sufrieron y trataron de aminorar los efectos de la crisis.

Entre los países afectados por esta crisis, España y Portugal resultan casos de estudio muy interesantes. Estos dos estados, geográficamente próximos y con similitudes en distintos aspectos, como la estructura económica y financiera, experimentaron la crisis de manera única y distinta.

El objetivo principal de este Trabajo de Fin de Grado es investigar y realizar un análisis comparado de las causas y consecuencias de la crisis de 2008 en España y Portugal. Mediante un análisis exhaustivo, se ha querido comprender cómo estas dos naciones afrontaron los desafíos derivados de la crisis y cómo estas respuestas impactaron en sus respectivas economías y sociedades. Respecto a las medidas que se analizaron, en particular, se examinaron las políticas monetarias implementadas por el Banco Central Europeo (BCE) y su efectividad en cada país. Por otro lado, se tuvieron en cuenta las medidas internas de cada gobierno, y otras medidas que resultaron relevantes para paliar los efectos de la crisis en cada estado. Para ello, se tomaron diversos indicadores macroeconómicos clave que reflejan el estado de la economía durante y después de la crisis en cada uno de ellos.

Para lograr este objetivo, este trabajo se estructurará en tres partes. En primer lugar, se proporcionará un contexto general sobre la crisis financiera del 2008, destacando sus causas y principales impactos a nivel global. En segundo lugar, se analizará de manera individual la experiencia de España y Portugal durante la crisis, centrándose en las políticas económicas y financieras implementadas en cada país. Finalmente, se llevará a cabo una comparativa entre ambas naciones, evaluando las similitudes y diferencias en sus respuestas a la crisis y sus efectos a largo plazo.

En resumen, este trabajo busca investigar la crisis financiera de 2008 y, especialmente, analizar el origen y consecuencias de ésta en España y Portugal, debido a las diferencias que ostentan a este respecto.



## **2. Metodología**

Para la elaboración de este Trabajo de Fin de Grado sobre la crisis de 2008 y su comparativa en España y Portugal, se realizó una amplia investigación, que consistió en la recopilación de datos e información de diferentes fuentes. De esta manera, se combinó el uso de datos macroeconómicos, noticias de actualidad, informes financieros y literatura académica.

Para ello, se acudió a diferentes fuentes, obtenidas tanto en manuales, libros, revistas académicas, así como en páginas webs y otros documentos académicos y de investigación. Para llegar a estas fuentes se emplearon plataformas digitales proporcionadas por la Universidad, como la Biblioteca Universitaria y bases de datos, y otros recursos académicos como Google Scholar.

Por otro lado, se realizó una revisión exhaustiva de la literatura académica pertinente. Se examinaron una variedad de fuentes, como libros, artículos de revistas especializadas, informes de organizaciones internacionales y bancos (nacionales e internacionales) y estudios de investigación previamente publicados. Este conocimiento ha facilitado una comprensión sólida y bien fundamentada de los antecedentes relevantes necesarios para desarrollar esta investigación.

Para respaldar las afirmaciones teóricas se han acudido a bases de datos abiertas de fuentes solventes en concreto: IMF data, Statista, o World Bank Data.

España y Portugal pueden resultar dos estados muy similares. Esto se debe a que comparten una proximidad geográfica, o que ambos pertenecen a la Unión Europea o incluso su aparente similitud económica. No obstante, desde antes del inicio de la crisis de 2008, ambos países presentaban grandes diferencias económicas, lo que afectó a la disparidad en el origen de ésta en ambas naciones. Estas causas tan distintas, supuso también grandes diferencias en las medidas aplicadas en cada país.

### 3. Marco teórico: Las crisis financieras

Las crisis financieras comparten elementos comunes, aunque se manifiestan de diversas maneras. Existen múltiples teorías que intentan explicar las causas de estas crisis, pero resulta complicado debido a su naturaleza multidimensional y la falta de una causa única. Estas causas pueden ser tanto internas como externas, se presentan de distintas formas y tienen diferentes consecuencias (Claessens & Kose, 2013).

Frecuentemente, las crisis son precedidas por auges en los activos y el crédito, que eventualmente se transforman en caídas. Estos incrementos abruptos en los precios de los activos, conocidos comúnmente como "burbujas", han ocurrido durante siglos y suelen seguir un patrón en forma de U invertida (de los precios), como sucedió con la vivienda en los años 2007-2009 (Claessens & Kose, 2013).

Como se ha mencionado, las crisis financieras pueden manifestarse de diversas maneras, pero se pueden dividir en dos categorías amplias. Se distinguen entre crisis clasificadas con definiciones estrictamente cuantitativas (datos numéricos o indicadores financieros) y aquellas basadas principalmente en análisis cualitativos y juicios (factores más amplios) (Reinhart y Rogoff ,2009b). El primer grupo incluye las crisis cambiarias y de detención súbita (*sudden stops*), mientras que el segundo grupo comprende las crisis de deuda y bancarias. Es importante destacar que muchas veces, estos tipos de crisis se solapan; ya que una crisis puede tener un origen que de pie a otra de las causas mencionadas (Claessens & Kose, 2013).

Respecto a las crisis cambiarias (o de divisa) se han desarrollado tres generaciones de modelos para explicar estas crisis: los de primera generación, que se centran en ataques especulativos a monedas fijas (es decir, no se permiten fluctuaciones libres en el mercado de divisas); los de segunda generación, que consideran la posibilidad de que la economía pueda estabilizarse en distintos niveles de actividad o de precios ( posibilidad de equilibrios múltiples); y los de tercera generación, que analizan desequilibrios en los balances asociados con cambios en los precios de los activos. Estos modelos han demostrado cómo factores internacionales y domésticos pueden interactuar para provocar crisis de divisas. Sin embargo, la investigación aún no ha determinado cuál de estos modelos proporciona la mejor descripción

de las crisis de divisas. Por otro lado, estas crisis siguen siendo difíciles de predecir con precisión (Claessens & Kose, 2013).

Las crisis de detención súbita (*sudden stops*), están relacionadas con interrupciones en la financiación externa y se enfocan en los desequilibrios de balances en los sectores financiero y corporativo, y puede provocar problemas de exceso de deuda o falta de liquidez (Claessens & Kose, 2013). Otra definición podría ser, *una detención súbita se caracteriza por rápidos cambios en los flujos de capital internacional, disminuciones en la producción y el consumo, y correcciones en los precios de los activos. También puede estar acompañada por una crisis cambiaria, una crisis bancaria, o ambas*<sup>1</sup>.

En tercer lugar, se encuentran las crisis de deuda externa y deuda doméstica. Las crisis de deuda externa ocurren cuando un país acumula deudas con sus acreedores extranjeros. Por otro lado, las crisis de deuda doméstica suelen manifestarse cuando los gobiernos incumplen con sus compromisos financieros internos (Claessens & Kose, 2013).

Por último, las crisis bancarias que *ocurren cuando muchos bancos en un país enfrentan serios problemas de solvencia o liquidez al mismo tiempo, ya sea porque todos son golpeados por el mismo choque externo o porque el fracaso de un banco o grupo de bancos se extiende a otros bancos del sistema*<sup>2</sup>. Además, las debilidades institucionales también contribuyen al riesgo, ya que los bancos dependen de un entorno legal y judicial sólido. Aunque estas crisis han ocurrido a lo largo de la historia y comparten patrones, su predicción sigue siendo difícil (Claessens & Kose, 2013).

### **3.1. Contexto: Crisis Financiera 2008**

La crisis financiera de 2008 tuvo un gran impacto a nivel mundial, provocando consecuencias gravísimas en la economía global, y una de las mayores recesiones económicas

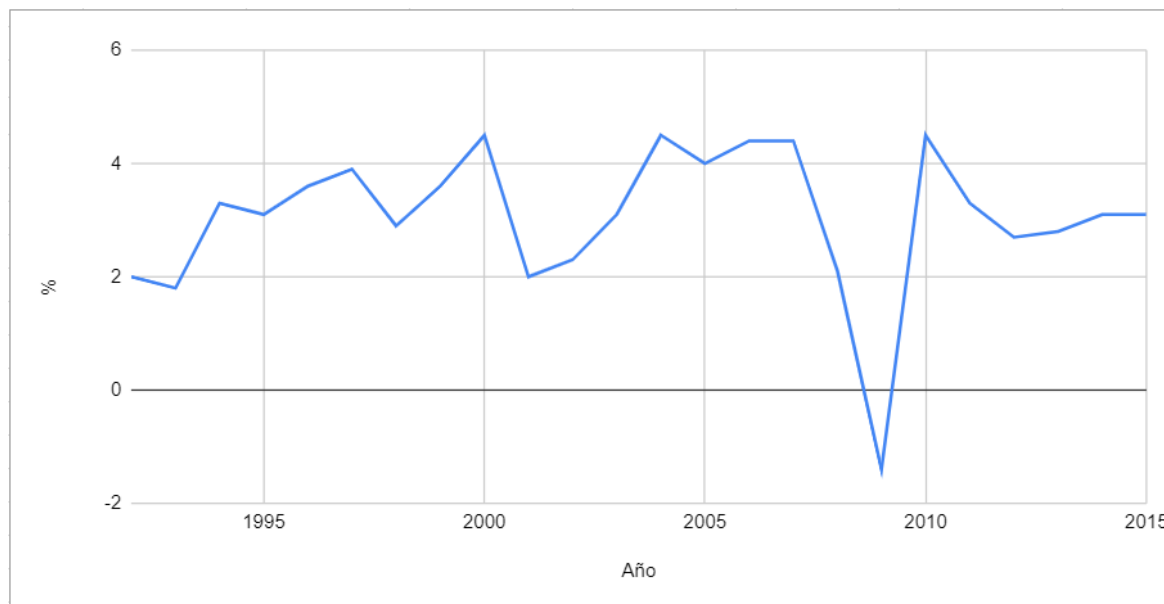
---

<sup>1</sup> Definición de: <https://www.investopedia.com/terms/s/sudden-stop.asp#:~:text=A%20sudden%20stop%20is%20characterized,a%20banking%20crisis%2C%20or%20both.>

<sup>2</sup> Definición del Banco Mundial: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/banking-crisis>

en la historia. El PIB mundial se desplomó de manera severa, y esta crisis afectó especialmente a Estados Unidos y a Europa (ver Figura 1).

**Figura 1:** Evolución PIB Mundial (1992-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

Los años previos a la crisis se caracterizaron por ser años de crecimiento económico, variando la situación en cada país, pero en líneas generales, fueron años buenos para la economía. Como podemos ver en la Figura 1, la evolución del PIB Mundial fue positiva hasta el año 2008. Sin embargo, con la crisis, el PIB sufre una grave caída en 2009.

En Europa, con la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y con la adopción del euro por los países integrantes de la Unión Europea, se logró una mayor estabilidad e integración económica durante los primeros años del siglo XXI. (González-Páramo, 2012).

En Estados Unidos, la evolución de esos años también fue favorable. Ante esa situación, el gobierno estadounidense apostó por la desregularización de los mercados financieros y la disminución de los tipos de interés, lo que contribuyó a un aumento desmedido de crédito. Durante los años 2002 y 2006 la adquisición de hipotecas era fácil; los bancos ofrecían con facilidad, paquetes denominados MBS (*Mortgage Backed Securities*), que se extendieron

rápidamente (Blanchard, 2009). En esta línea, destacaron las hipotecas subprime, que según su definición son *“aquellas hipotecas que tienen un alto nivel de riesgo porque se conceden a personas que en condiciones normales no optarían a uno, bien por no tener trabajo o ingresos o al menos de forma estable. En general estas hipotecas se conceden con un tipo de interés superior al del mercado, dado el riesgo de impago que implican”*<sup>3</sup>.

Estas medidas impuestas por parte del gobierno americano implican un fallo regulatorio, que constituye una de las principales causas del estallido de la crisis.

En la década anterior, el sector inmobiliario creció de manera exponencial. Gracias a las medidas establecidas, como los bajos tipos de interés o las políticas gubernamentales que favorecían la adquisición de la vivienda, y sobre todo la gran facilidad de acceso al crédito por parte de los bancos. Especialmente, en los Estados Miembros, este crecimiento era exponencial e inédito, tanto sobre el precio de la vivienda como sobre la construcción y el crédito (Comisión Europea, 2023). Todo esto provocó que el precio de las viviendas aumentara, provocando el conocido *boom inmobiliario*.

Tras este período, en septiembre de 2008, con la quiebra del banco Lehman Brothers, comenzó la crisis internacional. La situación de insolvencia provocó pánico en los bancos e instituciones financieras, originando una crisis de liquidez, que afectó rápidamente a la economía global. Ante esta situación, los gobiernos e instituciones tuvieron que establecer medidas financieras urgentes para intentar paliar la situación económica mundial (González-Páramo, 2012).

## **3.2. Banco Central Europeo**

### **3.2.1. Función y Responsabilidad del BCE en la zona euro**

El Banco Central Europeo (BCE), creado en 1998 y con sede en Frankfurt, inició su actividad en 1999, encargándose de la política monetaria en la zona euro. Ese mismo año, el euro fue adoptado como la moneda única para los países de la Unión Europea, comenzando a

---

<sup>3</sup> Hipotecas subprime (s. f.-b). Datosmacro.com. <https://datosmacro.expansion.com/diccionario/hipotecas-subprime> (Fecha de consulta: 12/02/2024)

circular en 2002. Actualmente, 19 países utilizan el euro y el BCE es su banco central. Sus responsabilidades principales incluyen la gestión del euro, el mantenimiento de la estabilidad de los precios y la dirección de la política económica y monetaria de la UE (European Central Bank, 2024).

Para alcanzar sus objetivos, el BCE emplea diversas herramientas de política monetaria, como las tasas de interés y las operaciones de mercado abierto. Entre sus principales actividades se encuentra: establecer las tasas de interés para los bancos comerciales de la eurozona, gestionar las reservas del sistema euro, supervisar el sistema bancario y financiero, y emitir billetes de euro. Respecto a la emisión, el BCE puede autorizar a los Estados Miembros, la emisión de moneda (European Central Bank, 2024).

### **3.2.2. Medidas y políticas del BCE en respuesta a la crisis**

Durante la crisis financiera y económica de 2008, el Banco Central Europeo desarrolló distintas medidas y políticas dirigidas a aminorar las consecuencias de la crisis en la Zona euro.

El Banco de España define la política monetaria como *“conjunto de acciones que llevan a cabo los bancos centrales dirigidas a controlar los tipos de interés y la cantidad de dinero, con la finalidad de influir en las condiciones financieras de una economía y alcanzar determinados objetivos. En las economías desarrolladas, el objetivo de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios”*<sup>4</sup>. El BCE es el encargado de la política monetaria de aquellos países que han adoptado el euro como moneda nacional, y tiene la competencia exclusiva en materia de política monetaria. Como vemos en la definición del Banco de España, el objetivo principal del BCE es mantener la estabilidad de precios, alrededor del 2% de inflación. Ante la crisis financiera de 2008, el Banco Central Europeo aplicó una política monetaria expansiva, combinando tanto medidas convencionales como no convencionales, que a continuación serán explicadas detalladamente (González-Páramo, 2012).

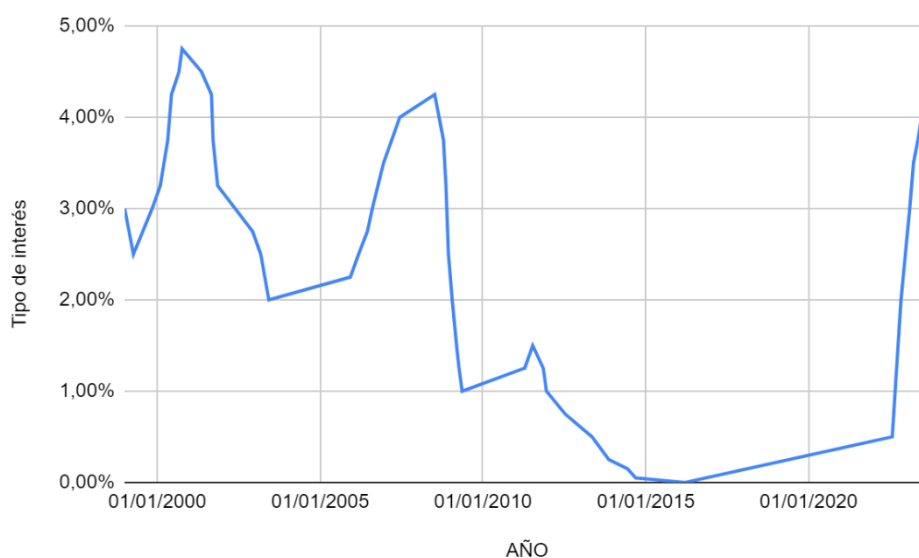
Tras la caída de Lehman Brothers en 2008, los bancos se centraron en el principal problema: una crisis de liquidez. Para ello, desarrollaron medidas como la bajada de los tipos

---

<sup>4</sup> Banco de España, 2017. Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014.

de interés, que bajaron de un 4,25% a un 1%. No obstante, estas medidas no resultaron suficientes para lograr la recuperación económica. Por ello, se introducen medidas no convencionales para hacer frente a la crisis (González-Páramo, 2012).

**Figura 2:** Evolución Tipos de interés del BCE



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Datos Macro

Cabe distinguir entre ambos tipos de medidas, ya que las medidas “convencionales”, se centran, principalmente en los tipos de interés, mientras que las medidas no convencionales, son de carácter temporal, e incluyen diversos tipos de acciones. Estas medidas no convencionales surgieron como consecuencia de la crisis de 2008, donde el BCE se vio obligado a establecer dichas acciones para solucionar el problema económico y financiero de la época. Estas políticas no convencionales tienen carácter temporal de modo que a medida que la crisis fuera mejorando, las acciones dejarían de aplicarse (Ruiz Alfonsea, 2018).

A pesar de la drástica bajada en los tipos de interés y la inyección de liquidez, estas medidas no resultaron ser suficientes para paliar los efectos de la crisis, y por ello se acudió a la aplicación de políticas no convencionales (Ruiz Alfonsea, 2018).

La primera de las medidas de la que podemos hablar es la llamada ‘Forward Guidance’. Esta medida empezó a implementarse en 2013. Según la definición del Banco de España, estas eran *una herramienta mediante la cual el banco central da indicaciones sobre la orientación futura de su política monetaria, incluyendo la posible senda futura de sus tipos de interés oficiales*. Por tanto, el objetivo es informar a los mercados, empresas y consumidores de la política monetaria que va a aplicar el BCE (Ruiz Alfonsea, 2018).

Otra medida no convencional que se aplicó por el BCE fueron las operaciones de financiación a largo plazo con un objetivo específico, o TLTRO por sus siglas en inglés (*Targeted longer-term refinancing operations*). Esta medida empezó a implementarse en el año 2014. Habitualmente, los bancos disponen un período de hasta tres meses para devolver al Banco Central Europeo los préstamos que éste les ofrece. No obstante, con esta medida ese plazo fue ampliado hasta cuatro años. El objetivo era promover la financiación a los consumidores y empresas de la Zona euro, y por otro lado inyectar liquidez en las entidades bancarias (Ruiz Alfonsea, 2018).

La tercera medida no convencional, es la compra de activos, o APP (*Asset Purchase Program*), para ello se sirvió de la política de expansión cuantitativa (QE), que incluía la compra de diversos tipos de activos. Esta medida, que incluía distintos programas de compra, fue implementada a partir de 2015 (Ruiz Alfonsea, 2018).

La cuarta y última medida no convencional, aplicada a partir de 2015, consistió en disminuir los tipos de interés a cero (*Negative interest rates*). El objetivo era estimular la actividad económica, incentivando el gasto, la inversión y el crédito (Ruiz Alfonsea, 2018).

Además de las citadas, destaca el paquete de medidas del BCE, denominado *Outright Monetary Transactions* (OMT), operaciones monetarias sin restricciones, que fue anunciado en 2012. En ese año, el aviso de su implementación produjo un cambio en la economía, es decir, solo con el anuncio de este paquete de medidas los mercados reaccionaron, aunque nunca se llegaron a implementar (European Central Bank, 2012).

Independientemente de estas medidas creadas por el BCE, el Consejo Europeo, por su parte, creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en 2012. La finalidad de esta entidad fue crear un fondo para invertir en los países cuya situación era más complicada. Esto se debe



a que, el BCE, no puede prestar ayuda económica directa a los países de la Eurozona. Los objetivos del fondo eran proporcionar ayuda financiera a los países que la necesitaban, pero éstos debían cumplir con los requisitos exigidos. Principalmente se ofrecían préstamos y líneas de crédito a los países de la Euro Zona. Los países que se beneficiaron de los programas de ayudas del MEDE, fueron Chipre, Grecia, Portugal e Irlanda. Respecto a España hay un debate acerca de la ayuda que recibió, que analizaremos a lo largo de este análisis (Parlamento Europeo, s.f).

Una vez analizado el origen de la crisis, y las medidas introducidas por el BCE, procederé a analizar el caso que nos concierne: España y Portugal, sus respectivas causas, medidas y consecuencias de la crisis.

## 4. Análisis y estudio del caso

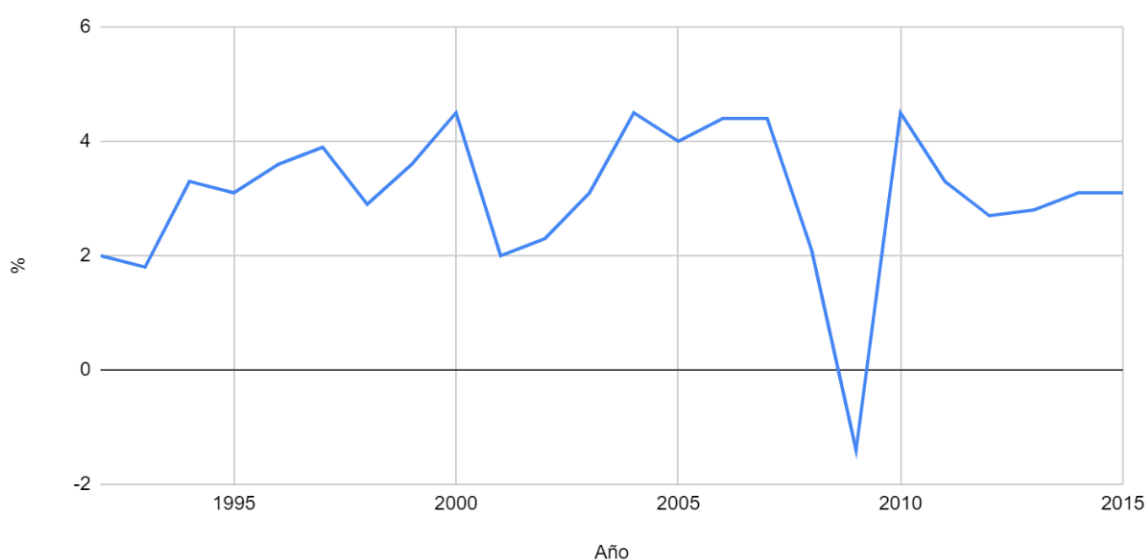
### 4.1 Análisis de la crisis en España

#### 4.1.1. Contexto Económico y Financiero en España

Desde 1999, España experimentó un notable crecimiento económico, y gracias a cumplir los requisitos establecidos, se unió a la Unión Económica y Monetaria (UEM). Esta incorporación le proporcionó, además de un gran crecimiento económico, una mayor presencia en la economía mundial (Banco de España, 2017). Durante la década de los 2000, España experimentó un período de expansión económica: el contexto económico internacional de la época era positivo, existía un gran crecimiento de la economía global y estabilidad financiera, por ello, esos años son conocidos como ‘La Gran Moderación’ (Banco de España, 2017). Todo ello, supuso unos años favorables también para la economía española (ver Figura 2), especialmente en los años previos a la crisis (2001-2007), donde podemos observar un crecimiento moderado del PIB español.

Estos años favorecieron tanto el crecimiento del PIB, como el crecimiento del empleo y el crecimiento demográfico, aumentando la población española considerablemente (Banco de España, 2017)

**Figura 3:** Evolución crecimiento del PIB Español (% anual)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

España adoptó el euro como moneda nacional en 1999, lo que le proporcionó estabilidad financiera y ayudó al crecimiento económico de esos años, aportando mayor seguridad y estabilidad financiera a la zona euro. La adopción de euro supuso la erradicación de la variación de tipo de cambio y la aceptación de una política monetaria común de todos los países que la integraban (Banco de España, 2017).

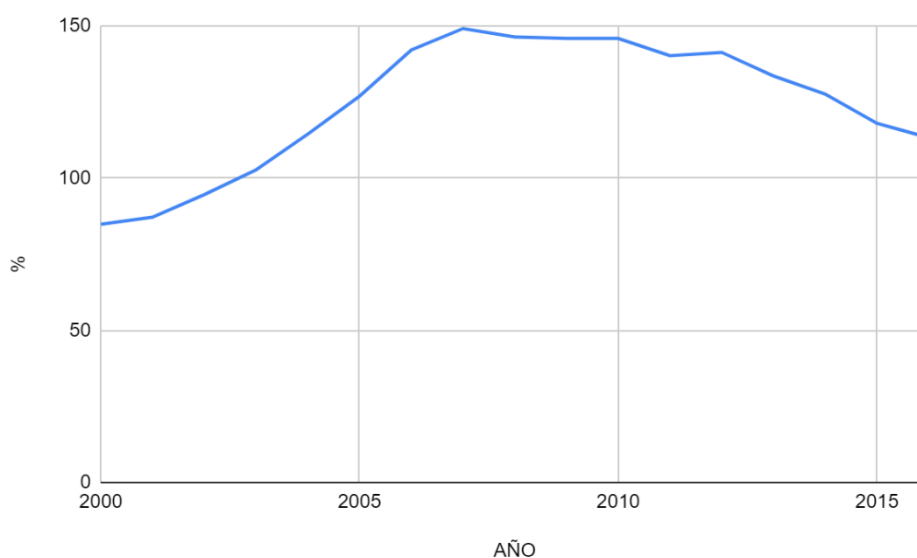
En España gobernaba el Partido Popular, con José María Aznar como presidente hasta 2004. La siguiente legislatura fue presidida por José Luis Rodríguez Zapatero del Partido Socialista hasta 2011. Este cambio de gobierno en 2004, con el que comenzó el Partido Socialista, impactó en la economía española. Las políticas socialistas se caracterizaron por ser intervencionistas en algunos aspectos. Se implementaron medidas dirigidas a aumentar el gasto público y a impulsar la inversión. No obstante, esto provocó un aumento en la deuda pública, lo cual generaba preocupaciones a largo plazo (Sánchez-Cuenca, 2014).

Para poder analizar la situación económica española en los años previos a la crisis, me centraré en primer lugar en el análisis del sector privado español, y posteriormente analizaré el sector público en España durante esos años.

Esta época tan favorable económicamente, contribuyó al financiamiento del sector privado, especialmente aquel dirigido al sector inmobiliario, impulsado por las perspectivas de rentabilidad, la fácil accesibilidad al crédito inmobiliario y el esperado aumento de la población (Banco de España, 2017). Asimismo, otros factores, como la disponibilidad del suelo, impulsada por la última regulación, o la gran oferta de mano de obra, debido a las migraciones, impulsaron fuertemente el sector inmobiliario (Banco de España, 2017).

Todo esto conllevó la subida del precio de la vivienda. Por ello, tanto los cambios del sector inmobiliario y con ello, el endeudamiento del sector privado (ver figura 3) son los precedentes más directos de la crisis desencadenada en 2008 (Banco de España, 2017).

**Figura 4:** Deuda de los hogares total, % del ingreso disponible neto- España

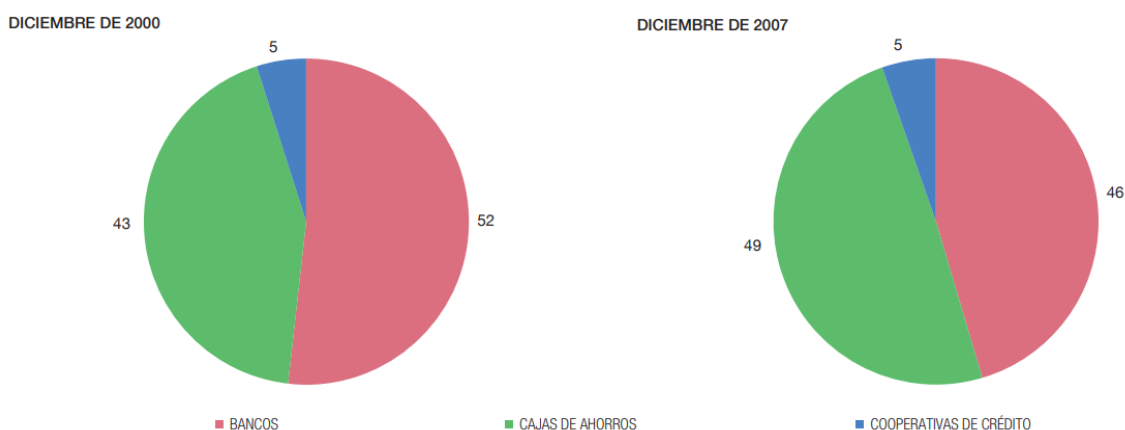


Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de OCDE

Como parte del contexto económico y social español, durante estos años, fue muy relevante el problema que sufrieron las Cajas de Ahorro. Éstas están reguladas en la Ley 26/2013 de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, y son definidas en dicha ley como *entidades de crédito de carácter fundacional y finalidad social, cuya actividad financiera se orientará principalmente a la captación de fondos reembolsables y a la prestación de servicios bancarios y de inversión para clientes minoristas y pequeñas y medianas empresas* (art. 2 de Ley 26/2013 de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias).

El aumento de la cantidad de crédito disponible supone un claro fallo regulatorio que supuso una de las causas principales de la crisis de 2008. Además, gran parte del crédito se encontraba en las cajas de ahorro, tal y como muestra la figura 4.

**Figura 5:** Distribución del crédito según tipo de identidad



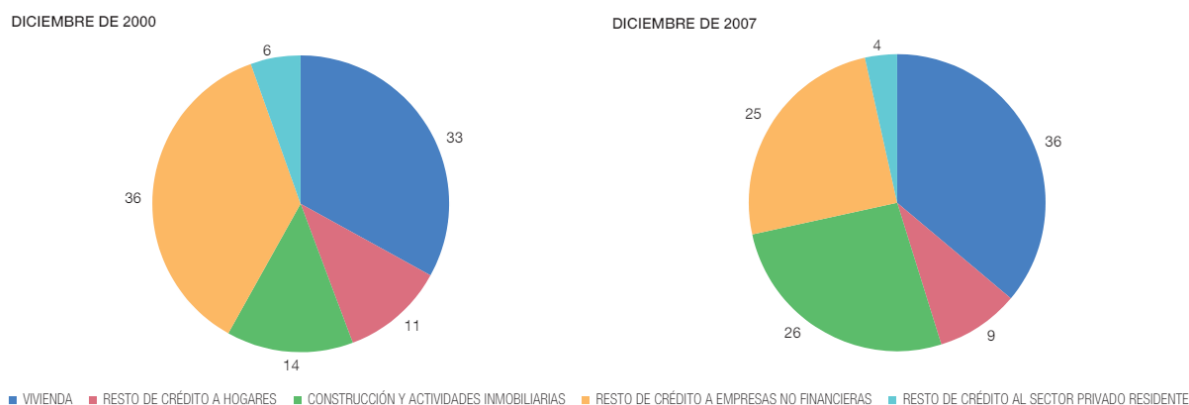
Fuente: Banco de España<sup>5</sup>

En los años previos a la crisis, las cajas de ahorro invirtieron en el sector inmobiliario, otorgando préstamos para hipotecas. Ante el *boom inmobiliario* y la crisis originada en ese sector, las cajas de ahorro se vieron gravemente perjudicadas (Fernández Aragón y Rojas Vázquez, 2019).

Como se ha mencionado, el crédito se invirtió principalmente en vivienda y en el sector de la construcción. Como podemos ver en la Figura 5, la inversión en esos sectores creció durante los años previos a la crisis, y la vivienda ostentaba una gran porción de inversión del crédito (Banco de España, 2017).

<sup>5</sup> Como podemos ver en el gráfico, en 2007, casi el 50% del crédito disponible estaba en las Cajas de Ahorro

**Figura 6:** Distribución del Crédito por finalidad (%)



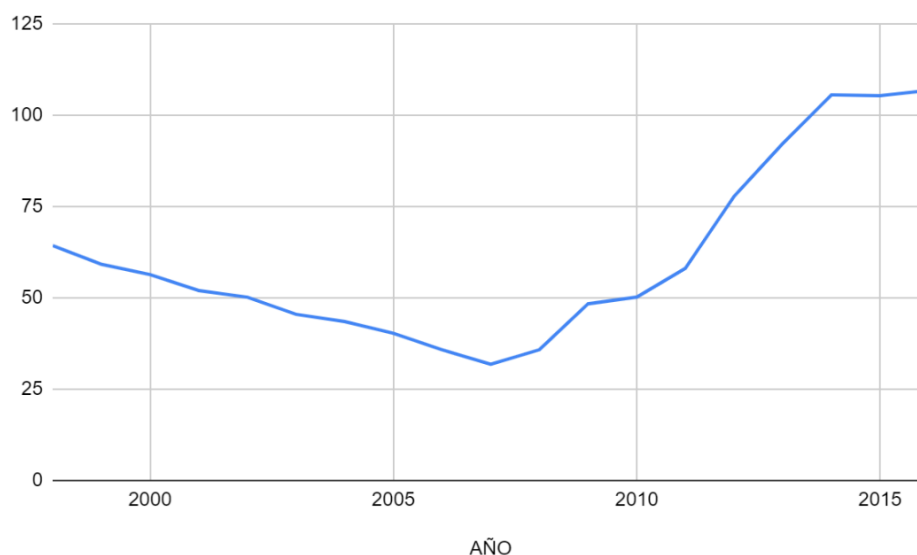
Fuente: Banco de España<sup>6</sup>

Durante los años previos a la crisis, el sector público experimentó un incremento en los ingresos, impulsado por un aumento en la recaudación fiscal. Esto se reflejó en un cambio significativo desde el déficit experimentado en 1996 a un superávit en 2007. Este excedente presupuestario, como se mencionó anteriormente, propició un aumento en la inversión pública, particularmente en el desarrollo de infraestructuras (Consejo Económico y Social de España, 2016).

En esta línea, la deuda del gobierno se mantenía a niveles bajos, e incluso continuó descendiendo hasta el estallido de la crisis en 2008 (ver Figura 6).

**Figura 7:** Deuda del gobierno total (% PIB) – España

<sup>6</sup> El gráfico muestra el destino del crédito tanto en el año 2000 y en 2007. Ya en el 2000, la vivienda y la construcción representaban un alto porcentaje, pero en 2007 la inversión en ambos sectores creció considerablemente.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

Cada vez los desequilibrios eran más persistentes, hasta que en 2007 la crisis financiera global era evidente. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, supuso el comienzo de una nueva etapa en el panorama financiero español.

En conclusión, se puede afirmar que la causa de la crisis económica en España fue el *boom inmobiliario*. Y con ello, el endeudamiento de familias y empresas, debido principalmente, a la concesión de hipotecas. Es cierto que, el sector público español se encontraba en una buena situación en los años anteriores a la crisis. Sin embargo, tras el estallido de ésta, las medidas tomadas por el gobierno español produjeron una crisis más profunda en años posteriores (2012-2013) (Banco de España, 2017).

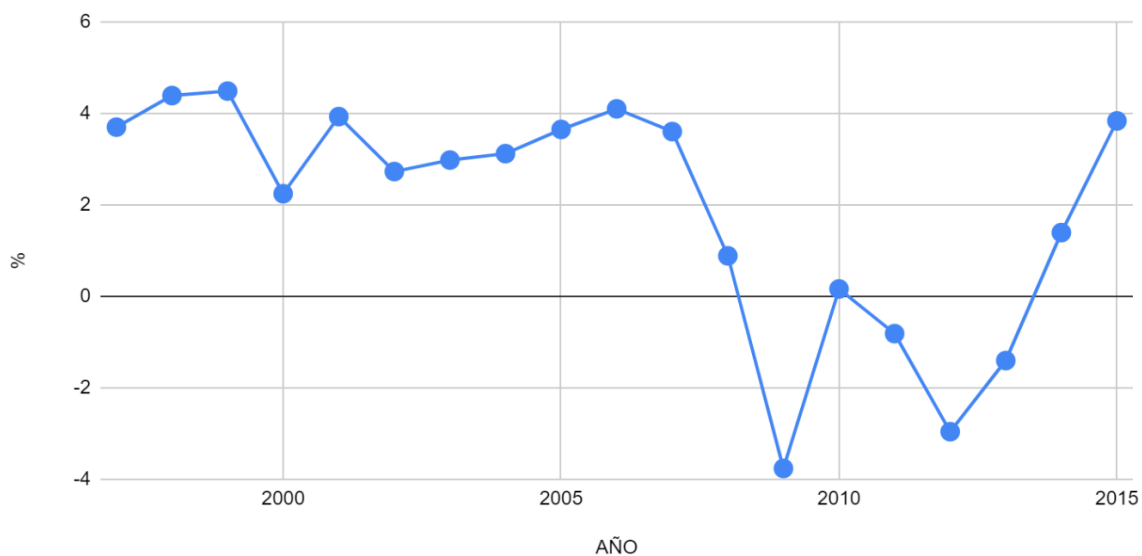
Ante esta situación el gobierno español tuvo que tomar las medidas necesarias para intentar paliar los efectos de la crisis en la economía y sociedad europeas, que serán explicadas a continuación.

#### **4.1.2. Medidas y políticas aplicadas en España**

España sufrió de manera severa los efectos de la crisis. La caída del PIB en 2009 es un reflejo de la mala situación económica a la que España se enfrentaba (ver Figura 7). En 2008 el PIB español seguía siendo positivo. No obstante, con la quiebra de Lehman Brothers, la

economía española se vio fuertemente golpeada, y se aprecia una caída del PIB alcanzando su pico mínimo en 2009. Pero no es hasta 2012, aproximadamente, cuando España sufre una crisis más profunda (ver Figura 7).

**Figura 8:** Crecimiento del PIB Español (% anual)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

Para analizar las medidas aplicadas, se ha estructurado de la siguiente manera: por un lado, las medidas aplicadas en España por parte del BCE (ya han sido explicadas con más detalle); y después, las medidas que aplicó el gobierno español ante la situación económica.

El Banco Central Europeo aplicó tanto medidas convencionales como medidas no convencionales para paliar las consecuencias de la crisis. El BCE no implantó programas específicos para España, sino que llevó a cabo un rescate bancario a nivel general en toda la zona euro. Las principales medidas no convencionales aplicadas fueron: una forward guidance, operaciones de refinanciamiento a largo plazo (LTRO), un programa de compras de deuda (APP), y en 2015, una bajada del tipo de interés hasta situarlo en negativo (Ruiz Alfonsea, 2018), como se explicó anteriormente.

A continuación, se desarrollan las medidas aplicadas por el gobierno español. Ante la crisis financiera, España se focalizó en su recuperación económica poniendo en marcha



distintos programas y medidas, por parte del Gobierno, pero bajo las directrices de la Unión Europea.

Ante el estallido de la crisis, y la difícil situación económica de familias y empresas, el Gobierno español asumió la deuda privada. Esto tuvo graves consecuencias, ya que en 2012 supuso una crisis más profunda de gobierno. Como se mencionó antes, en 2008, existía en España un alto nivel de morosidad, especialmente hipotecario. Por ello, en 2008, como medidas directas, el gobierno creó el FAAF (Fondo de Adquisición de Activos Financieros) y el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) para intervenir en el sector financiero (Banco de España, 2017).

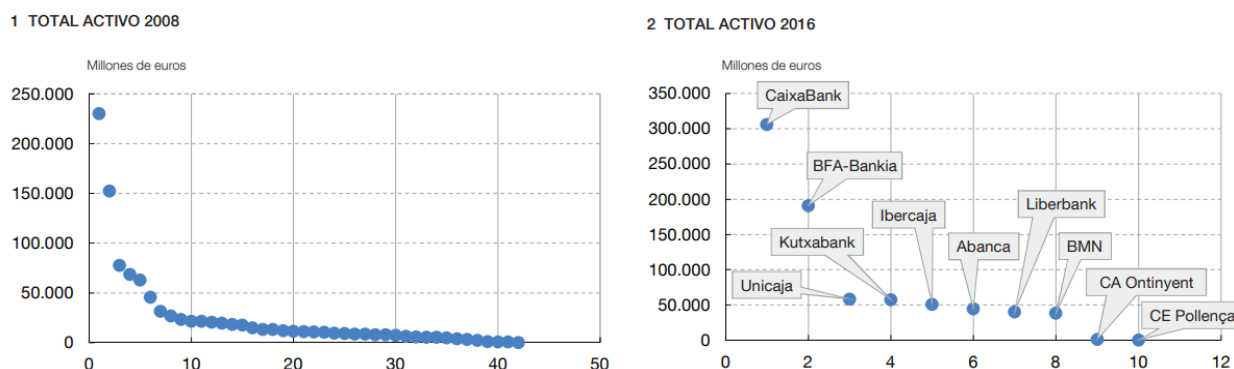
El Fondo de Adquisición de Activos Financieros, fue creado en 2008. Su objetivo era la compra de activos para dar liquidez a las entidades bancarias. Al ser de carácter temporal, fue liquidado en 2012 (Banco de España, 2017).

Ante la situación de las cajas de ahorro en España surge el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), para *apoyar ciertos procesos de integración de antiguas cajas de ahorros* (Fernández Aragón & Rojas Vázquez, 2019). El FROB nació con dos objetivos principales, *i) gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito que no hubieran sido capaces de superar sus dificultades, y ii) reforzar los recursos propios de las entidades de crédito participantes en procesos de integración que así lo necesitaran (y solicitaran)* (Banco de España, 2017, página 117).

En este escenario, recordamos el MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad). En 2012, la situación española de las cajas de ahorros y de algunos bancos era muy grave. Por ello, el gobierno español solicita una ayuda financiera a Europa para intentar solucionar este aspecto. Es en 2013, cuando las Cajas de Ahorro reciben una ayuda por parte del MEDE. Esta ayuda consistía en cien mil millones de euros (100.000.000.000€), que fueron destinados a rescatar las Cajas de Ahorro y los bancos españoles que se encontraban en una situación más grave (Banco de España, 2017).

Como consecuencia, muchas cajas de ahorros desaparecieron y muchas otras se fusionaron entre ellas. En 2008 existían 45 cajas de ahorros en España, y en 2010 pasaron a 12 tras la fusión de muchas de ellas (ver Figura 9) (Banco de España, 2017).

**Figura 9:** Cajas de ahorros: Total Activo



Fuente: Banco de España<sup>7</sup>

Por otro lado, se estableció El Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo, también denominado “Plan E”. Este plan fue impulsado por el gobierno de Zapatero, y estaba dirigido a impulsar la actividad económica de España. Consistía en un conjunto de programas orientado a estimular el gasto público. Este plan se centraba en cuatro ejes principales: apoyo a familias y empresas, fomento de empleo, medidas presupuestarias y financieras y a modernizar la economía (Gobierno de España, 2008).

En primer lugar, nos centramos en las ayudas dirigidas a las familias y empresas, donde se tomaron distintas medidas como: devolución de 400 euros de IRPF; reducción Impuesto de Sociedades; ayuda para las familias por el nacimiento de hijos; supresión Impuesto del Patrimonio para 2009; devolución anticipada del Impuesto sobre el Valor Añadido; aprobación de la moratoria parcial de hipotecas; aprobación de la moratoria en las cuentas ahorro-vivienda; deducciones fiscales para familias; ventajas fiscales para comprar viviendas; creación de nuevas líneas de financiamiento del ICO para pymes (Gobierno de España, 2008).

<sup>7</sup> Nota: En el eje de abscisas de los gráficos se muestra el número acumulado de entidades. Vemos como en 2008 el número de Cajas de Ahorros era mucho mayor que en 2016. Que tras la crisis se fusionaron, pasando a ser

En segundo lugar, este programa se centraba en el fomento del empleo, para el cual estableció distintas medidas: dirigidas a estimular contratación y autoempleo, se estableció una bonificación en las cotizaciones a la Seguridad Social; la medida más conocida fue la creación de un nuevo fondo de inversión pública en el ámbito local, con el objetivo de crear 300.000 puestos de trabajo (Gobierno de España, 2008).

El Real Decreto-Ley 9/2008, de 28 de noviembre, creó el Fondo Estatal de Inversión Local, dotado con 8000 millones de euros, con el objetivo de aumentar la inversión pública, que serían repartidos entre los Ayuntamientos, quienes se encargarían de administrarlo e invertirlo en la ejecución inmediata de obras de competencia local. Este fondo tenía el objetivo de crear alrededor de 200.000 puestos de trabajo, favoreciendo la creación de empleo. (Gobierno de España, 2008).

En tercer lugar, se creó un paquete de medidas dirigidas a apoyar el sistema financiero. Mediante el Real Decreto Ley 6/2008 de 10 de octubre, se creó el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), dirigido a la adquisición pública de activos bancarios. La segunda de ellas, regulada mediante el Real Decreto Ley 7/2008 de 13 de octubre, tenía como objetivo ayudar a las entidades de crédito a obtener financiamiento, y para ello, se otorgaban avales del Estado. Esta medida se debe a la falta de liquidez existente en ese momento, y a la que los bancos debían hacer frente (Gobierno de España, 2008). Por último, las medidas buscaban una modernización en la economía, mediante reformas en el sector de los transportes, telecomunicaciones, energía y en el sector servicios.

Con el “Plan E”, lanzado por Zapatero, comenzó el proceso de reestructuración financiera y bancaria en España. Como se mencionó anteriormente, las primeras medidas establecidas en 2008 surtieron graves efectos en 2012, provocando una recesión más profunda en España.

La recesión en España en 2012 superó a la de la Eurozona. Tanto la crisis de financiación externa como la debilidad del gasto privado y público fueron factores clave. Aunque las exportaciones contribuyeron positivamente, el declive en la demanda interna fue significativo (Banco de España, 2012).

No es hasta 2016 cuando la economía española mejora, gracias a las medidas aplicadas por el gobierno de Mariano Rajoy. Estas reformas se centraron en: ajustes presupuestarios, saneamiento del sector financiero, establecimiento de políticas activas de trabajo y de desempleo juvenil y en la mejora de la competencia y del funcionamiento de los mercados (Gobierno de España, 2016).

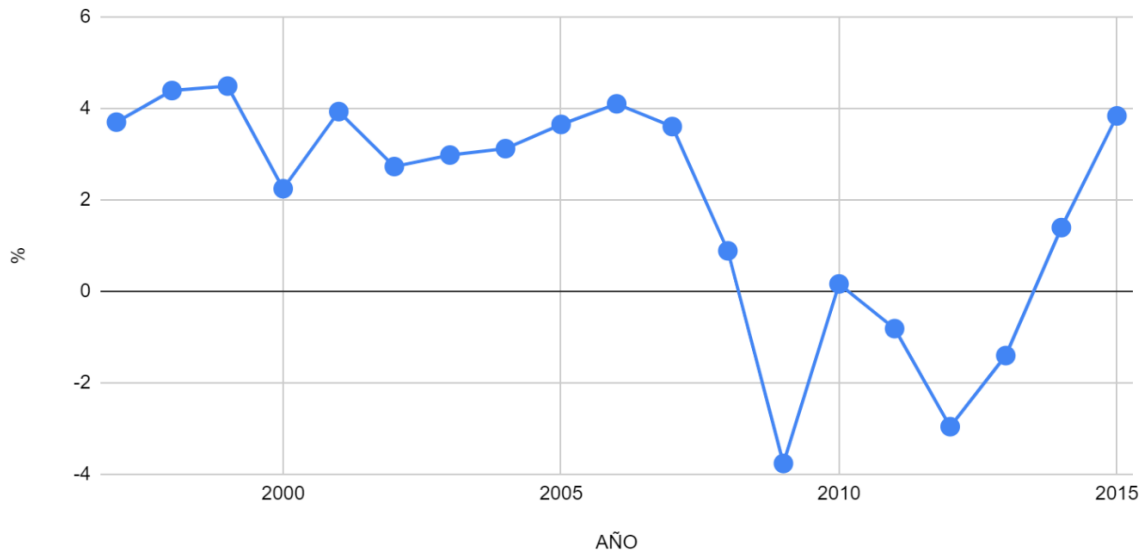
En conclusión, podemos decir que el sector privado fue el más afectado debido a la deuda que soportaba con motivo de la compra de viviendas. El gobierno asumió dicha deuda, que, aunque tuvo efectos positivos a corto plazo, generó grandes problemas con bancos y entidades bancarias años más tarde. Junto con esto, otros problemas derivados de la crisis complicaron la situación en 2012.

#### **4.1.3. Impacto de las medidas. Evaluación de la efectividad de las políticas**

La crisis financiera de 2008 afectó a España de manera severa. Como se ha explicado, ante el estallido de la burbuja inmobiliaria y con ella, el comienzo de la crisis, España sufrió un grave endeudamiento de su sector privado: familias y empresas. Por ello, el gobierno y los organismos internacionales establecieron medidas para paliar los efectos de la crisis e intentar solventar la situación lo antes posible.

Las primeras medidas, la creación del FAAF y del FROB, tuvieron una buena repercusión al inicio de la crisis, pues en 2008 contribuyeron a no empeorar la economía española, pretendieron no colapsar el sistema financiero (Banco de España, 2008). No obstante, a largo plazo, sí que influyó en la recaída de 2012. Sin embargo, no fue el único motivo, ya que las políticas de austeridad implementadas por el gobierno español o la situación económica mundial también influyeron. Todos estos factores, junto con la caída de la inversión y del consumo, afectaron al empleo y a otras variables que provocaron una recesión en España entre 2012 y 2013 (Banco de España, 2017).

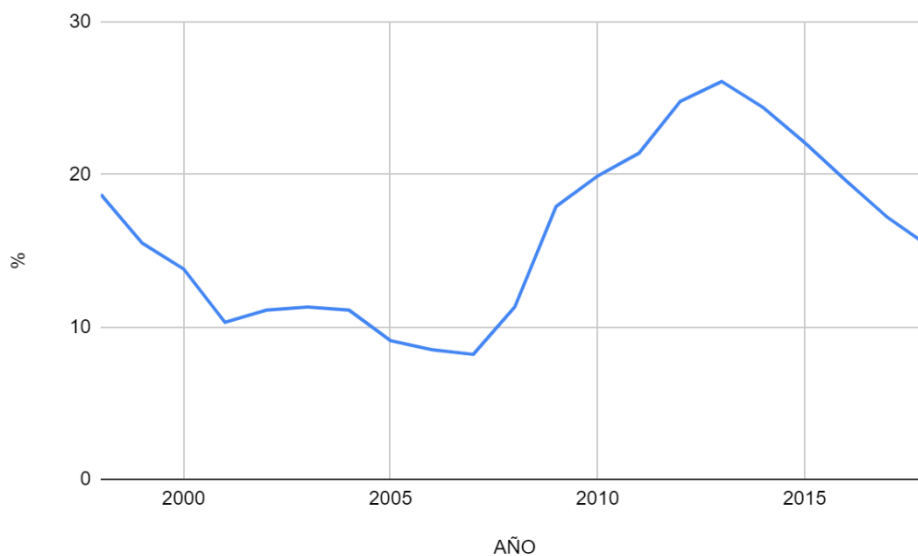
**Figura 10:** Crecimiento del PIB Español (% anual)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

La crisis provocó una bajada del consumo y de la inversión, que supuso también un aumento del desempleo en España (ver Figura 11). Estos factores, junto con las medidas de recorte, también influyeron en la recaída económica de 2012 (Banco de España, 2012).

**Figura 11:** Desempleo total (% de participación total en la fuerza laboral) en España



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

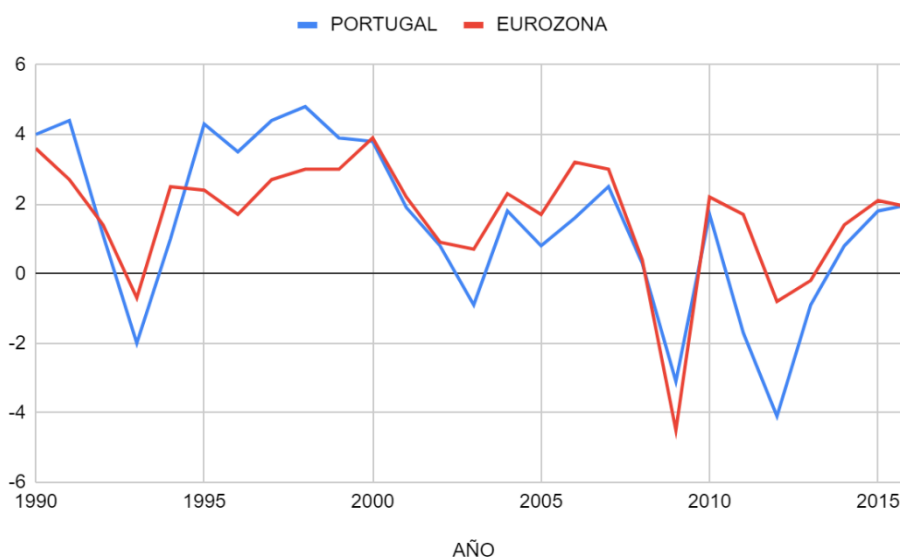
## 4.2. Análisis de la crisis en Portugal

### 4.2.1. Contexto económico y financiero en Portugal

Durante la década de los 90, Portugal experimentó un gran crecimiento económico, incluso por encima de la media de la Zona euro (ver figura 12). En 1999 Portugal adoptó el euro como moneda nacional y empezó a circular por el mercado portugués en 2002, con el objetivo de dar estabilidad e integridad al país dentro de la UE (Centeno, 2018).

El crecimiento económico de Portugal durante los primeros años del siglo XXI fue más moderado que en otros países de la Eurozona. Esto se debe a que Portugal tuvo que hacer frente a ciertos desequilibrios, especialmente a una baja productividad y una deuda pública bastante alta, que complicaba el crecimiento económico en comparativa con otros miembros de la Zona Euro (ver figura 12) (Centeno, 2018). Además, hubo una bajada en la demanda interna, y debido a la globalización, el país era poco competitivo por su baja productividad. Durante esos años, Portugal llevó a cabo reformas estructurales, enfocadas en distintos sectores, educación, energía o mercado de trabajo (Gurnani, 2016).

**Figura 12:** Evolución crecimiento del PIB (Portugal vs Eurozona)

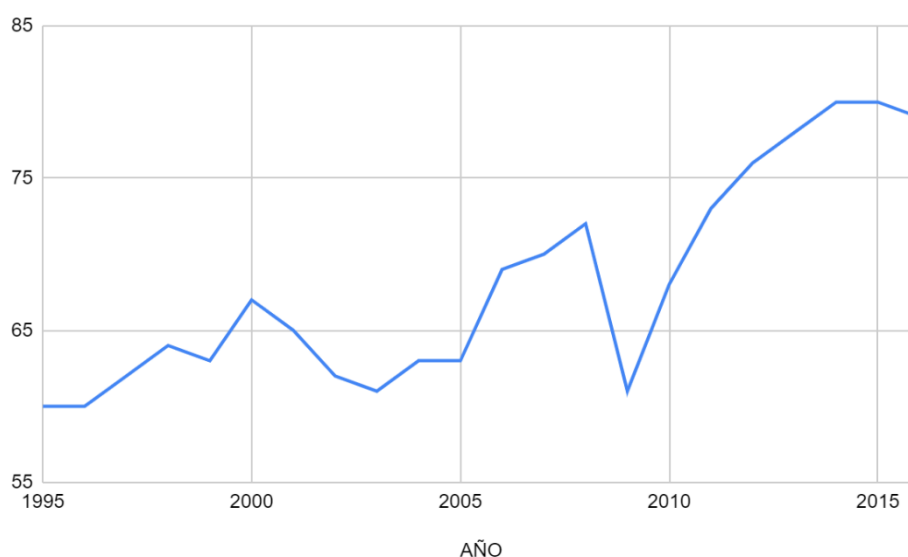


Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

Las principales razones de este moderado crecimiento son: por un lado, su falta de productividad, reflejada en una producción más baja y, en consecuencia, menores niveles de exportación. Sin embargo, el factor más destacado era un sobre gasto por parte del gobierno de Portugal (Centeno, 2018).

Siguiendo con las exportaciones, su balanza comercial, tras unos años de crecimiento, sufre una ligera caída. Esto afecta a su economía dado que el país depende, en gran medida de su comercio exterior (ver figura 13).

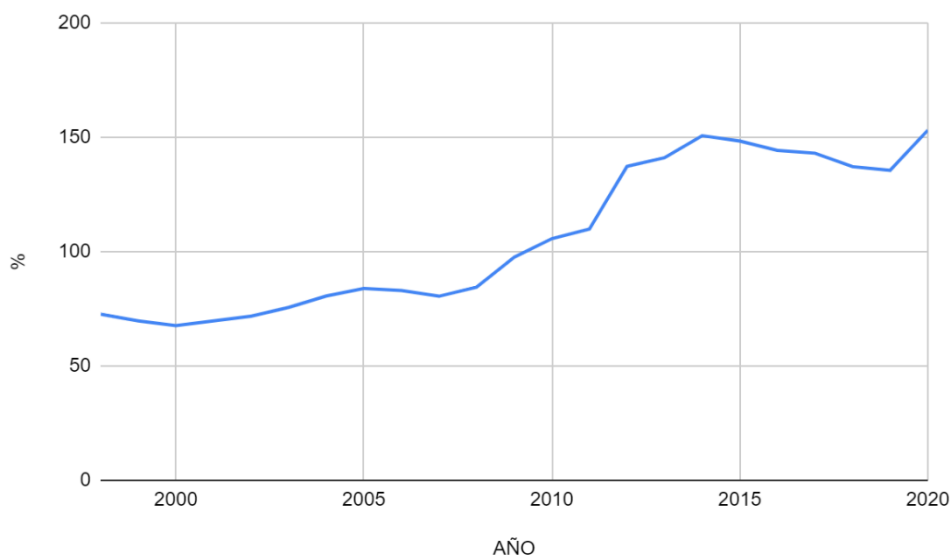
**Figura 13:** Balanza Comercial de Portugal (% PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

La crisis portuguesa no tiene su origen en el sector inmobiliario, ni fue una crisis provocada por un problema financiero en sí. La crisis de Portugal nace de un problema de exceso de gasto público, ya que el déficit público era persistente años anteriores al estallido de la Crisis de 2008. Además, la crisis financiera en Europa y en el mundo, influenció y complicó esta situación. Todo esto desembocó en una crisis económica con una alta tasa de desempleo, un alto déficit público y comercial y en consecuencias que repercutieron gravemente al bienestar social e individual de los portugueses (Centeno, 2018).

**Figura 14:** Deuda de gobierno de Portugal (% PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de datos obtenidos de OCDE

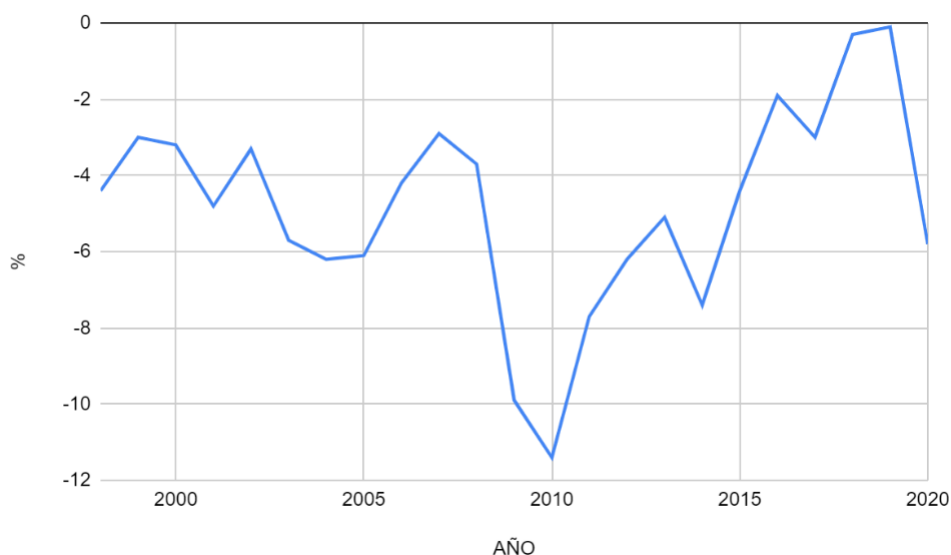
Fueron distintos factores los que llevaron a Portugal a este endeudamiento. Como se ha explicado, tanto la baja productividad y competitividad, provocaron un descenso del consumo y de la inversión. Esto conllevó un aumento del desempleo, y con ello un crecimiento muy débil de la economía durante muchos años (Reis, 2013). El gasto del gobierno era muy superior a los límites exigidos por la UE, que recordamos que se establecen dos límites:

- Por un lado, el límite del 60% de deuda sobre el PIB
- Por otro lado, el límite del 3% de déficit sobre el PIB

Ambos requisitos están recogidos en El Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE, y son de obligado cumplimiento para todos los Estados Miembros.



**Figura 15:** Déficit de Portugal (% PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de OCDE

En suma, la crisis portuguesa se desencadena a partir de distintos problemas estructurales, como la baja productividad y el elevado desempleo. Sin embargo, el factor determinante fue el desequilibrio de las cuentas públicas del gobierno, el cual se vio acentuado tras el estallido de la crisis financiera global

#### 4.2.2. Medidas y políticas aplicadas en Portugal

Durante la crisis financiera de 2008, Portugal implementó medidas para recuperar su estabilidad económica y financiera. Podemos diferenciar las medidas aplicadas por parte de organismos internacionales como el Banco Central Europeo, y medidas ejecutadas por el gobierno portugués.

Recordamos que esta crisis no es una crisis originada por el *boom inmobiliario* como sucedió en España, se trata de una crisis originada por la deuda del gobierno, y que sufre desde antes del 2008.

Respecto a las medidas internacionales, ya han sido explicadas las medidas aplicadas por el BCE a todos los países de la Zona euro ante la llegada de la crisis.

El Banco Central Europeo creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que suministró ayuda financiera a los países que se encontraban en una situación más vulnerable. Varios países de la Zona euro se beneficiaron de estas ayudas, uno de ellos fue Portugal. Ante su situación económica, en 2011 Portugal solicitó un rescate financiero. El MEDE le proporcionó asistencia financiera, y a cambio Portugal se comprometía a establecer reformas estructurales para recuperar su economía. Se acordó un programa de rescate para Portugal de 78.000 millones de euros (Gurnani, 2016). Portugal a cambio de esta ayuda, debía comprometerse a aplicar las medidas necesarias para lograr la recuperación nacional. Se implementó una política de austeridad entre los años 2011 y 2014, que fue retirada en 2015, con la llegada al gobierno de Antonio Costa. La medida principal fue reducir el déficit público, con una reducción drástica del gasto público (IMF, 2011).

Se establecieron medidas relativas a reformas estructurales y de saneamiento fiscal, para paliar los principales problemas: una pérdida de competitividad en la economía, déficit de las Administraciones Públicas y un alto endeudamiento de familias y empresas. Respecto a las reformas estructurales, se centraban en el mercado de trabajo y en eliminar las barreras para mejorar la competitividad del país (Carbajo, 2011).

Respecto a las medidas nacionales, la política de austeridad que se implementa en Portugal viene configurada mediante el Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC I), en junio de 2010. El objetivo principal del PEC era la contención de la deuda pública, que implicaba diversas medidas como reducción de costes del sector público, reducción de gastos del Estado, reducción beneficios fiscales, o el aumento de impuestos (Pedroso, 2014).

La subida de impuestos consistió en el aumento del 1 punto en el IVA; un gravamen adicional en el IRPF; y un gravamen adicional en el Impuesto de Sociedades. La reducción de gastos del estado consistió en una reducción del 5% sobre las remuneraciones de los cargos políticos y similares y un mayor control a la hora de contratar a funcionarios públicos. Los siguientes programas PEC (II, III y IV), se centraron también en la reducción del gasto público (República Portuguesa, 2010).

A pesar de todas las medidas que incluía el programa PEC I, el déficit continuó subiendo en el año 2010. El programa PEC IV fue rechazado por el Parlamento. Tras el rechazo del PEC IV, Portugal se vio obligada a solicitar la ayuda financiera del MEDE, en 2011. En las

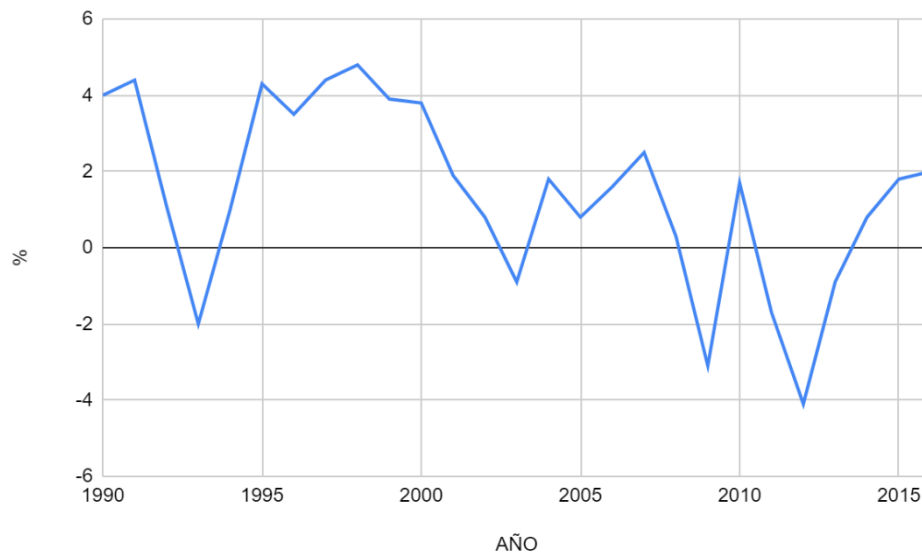
negociaciones con la Troika (formada por Banco Central Europeo, Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional), se acordaron las condiciones del rescate financiero, y Portugal se comprometía a aplicar las medidas necesarias para recuperar la economía de su país (Caldas, 2013).

#### **4.3.3. Impacto de las medidas. Evaluación de la efectividad de las políticas**

El PIB de Portugal había experimentado un crecimiento moderado desde el año 2000. Para hacer frente a sus problemas económicos y reducir los índices de deuda y déficit a los límites establecidos por la UE, el país implementó una serie de reformas estructurales en sectores como la educación, la energía y el mercado laboral. Sin embargo, con el estallido de la crisis financiera global, la situación económica de Portugal se complicó aún más. Tras varios años intentando paliar los efectos de la crisis, se volvió necesario solicitar un rescate financiero a Europa. Como condición para recibir la ayuda de la Troika, Portugal se comprometió a implementar una política de austeridad (Centeno, 2018; Gurnani, 2016).

Durante la aplicación del programa de austeridad de Portugal, éste tuvo efectos negativos en el país a corto plazo. La recesión se profundizó, dando pie a tasas de desempleo récord y una disminución de los salarios. Además, los niveles de deuda en relación con el PIB continuaron aumentando. A esto le sigue un aumento en las tasas de desempleo y una reducción en los ingresos de los hogares. El aumento de precio en la atención médica y los recortes en programas sociales empeoraron la situación. La demanda interna colapsó, provocando graves problemas a las pequeñas empresas, llevando a la quiebra de muchas de ellas. Además, la tasa de desempleo alcanzó niveles preocupantes, especialmente entre los jóvenes, que emigraron a otros países. Este paquete de medidas de austeridad, que incluía aumentos de impuestos y recortes en beneficios fiscales, causó una disminución del PIB per cápita y de los ingresos disponibles (Gurnani, 2016).

**Figura 16:** Evolución PIB Portugal (%)

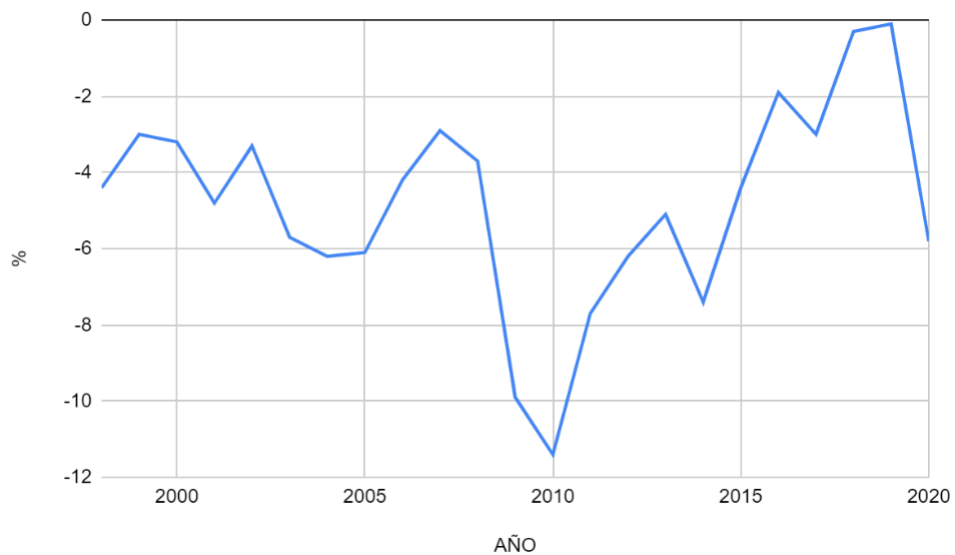


Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

En función del déficit público, podemos ver como ya antes de la crisis el gobierno portugués estaba endeudado. En el año 2010 llega a su pico máximo, y podemos ver como disminuye desde 2010 exponencialmente, gracias a las ayudas proporcionadas por el MEDE, y principalmente gracias a los recortes establecidos por el gobierno portugués (ver figura 17). Por tanto, se puede decir que las políticas aplicadas por el gobierno no estaban siendo suficientemente eficientes ya que desde 2008 el déficit público cada vez era mayor, hasta que finalmente se tuvo que recurrir a una ayuda financiera externa para solventar la situación en Portugal.

**Figura 17:** Déficit de Portugal (% PIB)

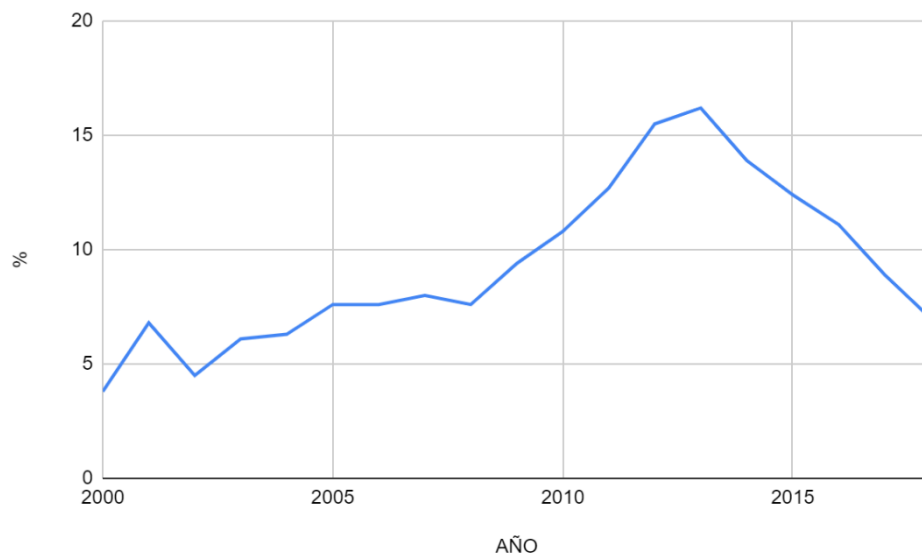
---



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de OCDE

Como se ha explicado, el gobierno portugués llevó a cabo medidas dirigidas a solventar los problemas en el ámbito laboral, especialmente la alta tasa de desempleo (Gurnani, 2016). Gracias a la política de austeridad y a las medidas aplicadas, Portugal logró disminuir su tasa de desempleo, incluso por debajo de la media de la eurozona, a partir de 2016 (ver figura 18).

**Figura 18:** Desempleo total (% de participación total en la fuerza laboral) - Portugal



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial

En conclusión, podemos decir que las medidas impuestas tanto por el BCE como por el gobierno de Portugal resultaron eficientes a largo plazo. Tras una leve recuperación durante la primera etapa de la crisis, y una recaída en el año 2014, Portugal logró superar los efectos de la crisis.

## 5. Análisis Comparativo

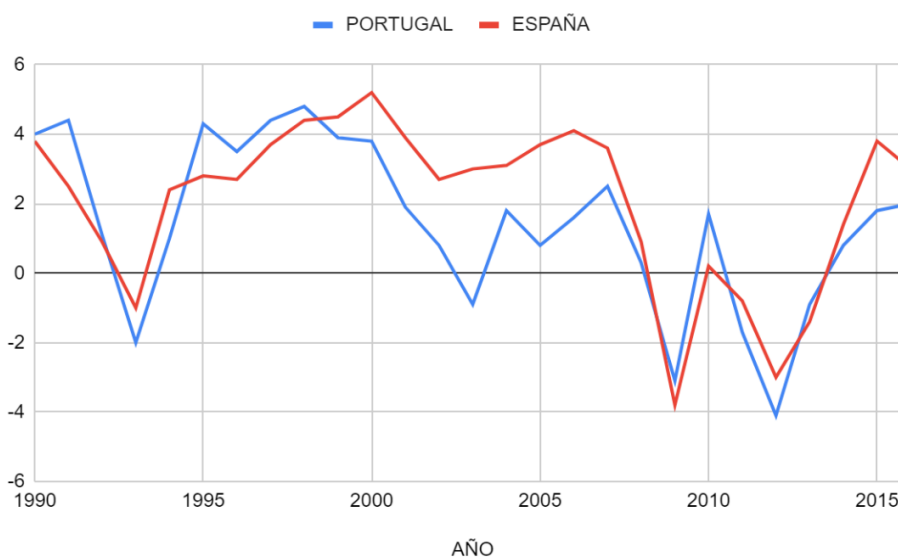
### 5.1. Comparativa en la crisis

Como se ha podido comprobar, aunque a simple vista puedan parecer países similares, la crisis experimentada por cada uno de ellos fue muy distinta.

Por un lado, España, en la primera década del siglo XXI, venía disfrutando de unos buenos años económicos: el PIB era alto y la deuda estatal era baja, con un buen crecimiento, y una expectativa buena a largo plazo. No obstante, la burbuja inmobiliaria que surgió en Estados Unidos afectó fuertemente a España, provocando una crisis financiera y bancaria, que afectó especialmente a las Cajas de Ahorro y al sistema bancario español en general.

Por otro lado, como se ha visto, desde antes del estallido de la crisis, la situación económica de Portugal no era buena, especialmente por su deuda pública, su déficit y su balanza comercial. El estallido de la crisis en Europa y en el mundo, provocó una situación más vulnerable en Portugal, que tuvo que recurrir a ayudas financieras internacionales y establecer reformas para solucionar el problema que sufría.

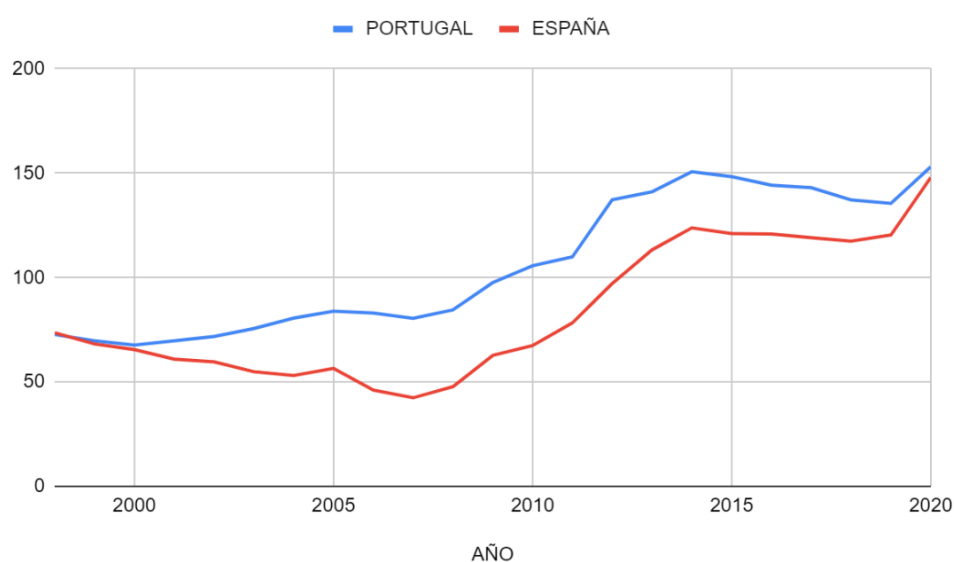
**Figura 19:** Comparativa de la evolución del crecimiento del PIB entre Portugal y España



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial<sup>8</sup>

La gran diferencia entre la crisis de ambos países fue que Portugal ya venía sufriendo una deuda pública con anterioridad, que fue la principal causa de la crisis portuguesa. Recordamos que, por otro lado, España sufrió un endeudamiento del sector privado originado tras el *boom inmobiliario* que llegó de Estados Unidos. Por tanto, la gran diferencia es la situación de deuda del gobierno entre ambos países (ver figura 20).

**Figura 20:** Deuda del Gobierno (% PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de la OCDE

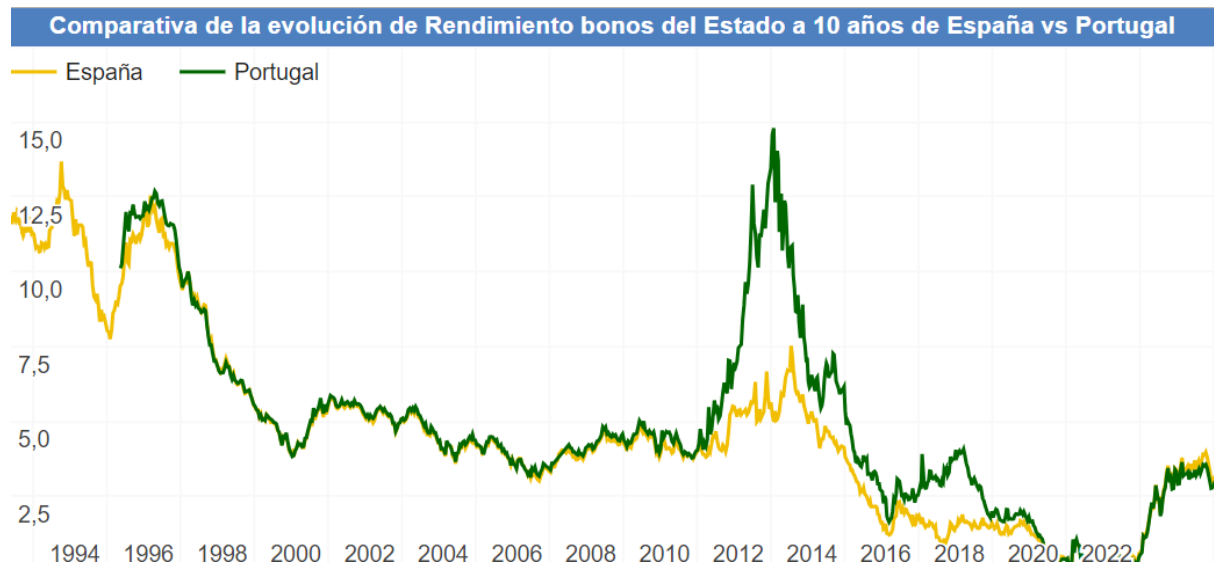
La situación de la deuda portuguesa era preocupante, y se vio acentuada con la crisis mundial (ver figura 21).

---

<sup>8</sup> En la Figura, podemos ver como la época de crecimiento expansivo español coincide con una bajada del crecimiento del PIB portugués.



**Figura 21:** Comparativa de la evolución de Rendimiento bonos del Estado a 10 años de España y Portugal



Fuente: Datosmacro.com

En la siguiente tabla se muestra, a modo resumen, de manera cronológica los eventos que afectaron a la crisis en cada uno de los países.

**Figura 22:** Cronología (1999-2010) eventos económicos en España y Portugal

AÑO	ESPAÑA	PORTUGAL
1999	Adopción del Euro	Adopción del Euro
2000	Buen crecimiento económico	Crecimiento económico moderado + comienza a aumentar la deuda pública
2001	Fuerte crecimiento PIB	Siguen problemas de deuda pública y déficit presupuestario
2002	Boom sector inmobiliario + adopción física del euro	Adopción física del euro + aumenta deuda pública
2003-2004	Continúa crecimiento económico	Siguen problemas de deuda pública y déficit presupuestario
2005	Continúa crecimiento económico, lo que supone un aumento de la deuda privada	Medidas para intentar controlar el déficit presupuestario
2006	Boom sector inmobiliario + continúa crecimiento PIB	Poco crecimiento económico+ aumento de deuda pública
2007	Comienza desaceleración económica	Problemas de déficit y deuda pública
2008	Estalla burbuja inmobiliaria. Comienzo crisis financiera	Situación económica mundial afecta. Aumenta déficit y deuda pública
2009	Crisis económica. Aumenta desempleo. Problema bancario, crisis de liquidez	Crisis económica. Aumenta déficit. Problemas de deuda pública
2010	Medidas para solucionar la crisis.	Solicitud rescate financiero (2011) + implementación medidas de austeridad

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, podemos concluir que las causas de una y otra crisis son completamente diferentes. Mientras España sufrió unas causas centradas en el boom inmobiliario y, por tanto, en el endeudamiento de familias y empresas; Portugal sufrió una crisis causada por un endeudamiento público (desde el año 2000), que se acentuó con el estallido de la crisis mundial.

## 5.2. Comparativa en las medidas aplicadas

Ante la llegada de la crisis los dos países establecieron medidas para paliar los efectos de ésta en sus respectivas economías. Sin embargo, como se ha mencionado, las crisis que sufrían ambos países eran distintas. El origen de la crisis de Portugal era el déficit público que arrastraba desde finales del siglo XX, mientras que la crisis española se originó con el boom inmobiliario con origen en el sistema financiero que afectó a la economía mundial.

En la siguiente tabla, se muestra de forma cronológica, las medidas aplicadas en cada país. Se puede ver cómo en cada uno de ellos las medidas persiguen distintos objetivos, en función de la causa que provocó la crisis.

**Figura 23: Comparativa medidas aplicadas en España y Portugal**

Año	España	Portugal
2000-2007	Crecimiento económico impulsado por el sector inmobiliario. Desregularización financiera. Facilidad de acceso al crédito. Endeudamiento sector privado	Crecimiento económico débil con desequilibrios estructurales. Implementación de medidas en sectores como educación y energía
2008	Inicio crisis financiera. Medidas para el rescate de bancos. Medidas para intentar reactivar la economía	Inicio crisis financiera global. Medidas de austeridad y dirigidas a contener la crisis
2009-2010	Medidas de estímulo económico. Deuda y déficit aumentan. Aprobación creación FROB	Aprobación de PEC + medidas de austeridad. Recortes en el gasto público.
2011	Reformas laborales. Recortes gasto público. Solicitud para rescate financiero sector bancario (2012)	Solicitud rescate financiero a la troika. Medidas de austeridad
2012	Recorte gasto público. Aumento impuestos. Reformas estructurales para empleo	Implementación medidas de austeridad
2013	Continúan medidas de austeridad	Continúan medidas de austeridad
2014	Inicio recuperación económica. Altos niveles de desempleo. Medidas para incentivar inversión y empleo	Fin programa de rescate. Muestran signos de recuperación. Desempleo alto
2015-2016	Economía sigue mejorando. Reducción deuda y déficit. Medidas para impulsar crecimiento económico y empleo	Mejora económica. Fin de medidas de austeridad. Medidas de crecimiento económico
2017-2018	Buena recuperación económica. Crecimiento PIB, reducción desempleo. Deuda pública sigue alta	Continúa la recuperación económica.

Fuente: Elaboración propia

La crisis que sufrió España era una crisis bancaria, que a su vez tuvo su origen en una burbuja especulativa del sector inmobiliario. Como se explicó al inicio, muchas crisis no sólo tienen una causa, si no que se solapan una o más, como es el caso español en la Crisis de 2008. Por otro lado, la crisis de Portugal era una crisis de deuda pública, tanto externa como doméstica.

En España, el enfoque principal se centró en medidas financieras orientadas a la liquidez del sistema bancario, buscando impulsar la actividad económica mediante el gasto público para promover la inversión y el empleo. En contraste, Portugal adoptó un enfoque

orientado a recortar el gasto público para solucionar el endeudamiento que sufría, buscando reducir el déficit mediante austeridad (Afonso & Verdial, 2020).

En ambos países, la crisis se agravó a partir de 2010, siendo la situación de Portugal más preocupante, lo que llevó al país a solicitar asistencia financiera internacional para rescatar su economía (Caldas, 2013). La ayuda económica que recibió Portugal del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) permitió (y obligó) la implementación de distintos planes y reformas estructurales dirigidas a mejorar la competitividad, lo que resultó en una notable recuperación económica.

En España, el problema principal radicaba en las cajas de ahorro y algunos bancos que enfrentaban una gran crisis de liquidez. Aunque España también recibió una ayuda económica, esta estaba destinada específicamente a las cajas de ahorro y a los bancos, no a la economía española en su totalidad. Aquí radica la diferencia con Portugal, ya que la asistencia que recibió estaba orientada a salvar la economía del país en su conjunto. Las medidas aplicadas en España fueron inicialmente eficientes, pero el país sufrió una recaída económica entre 2011 y 2012, evidenciando que las medidas nacionales y la ayuda recibida no fueron suficientes para mantener la estabilidad a largo plazo (Banco de España, 2017).

La clave de la diferencia entre ambos radica en que Portugal solicitó un rescate financiero total, mientras que España sólo para rescatar su sistema bancario. ¿Por qué España no necesita ayuda total y solo solicita rescate de su sector bancario? ¿Por qué Portugal solicita un rescate total de su economía?

Esto se debe a que, Portugal ya arrastraba una mala situación financiera desde antes de la crisis, lo que provocó que le fuera más difícil salir de ésta con esos precedentes. El endeudamiento privado en España provocó un grave daño a las entidades bancarias, lo que provocó que ese sector fuera el más necesitado en ese momento.

### **5.3. Evaluación de la recuperación económica en ambos países**

Es importante destacar que la evaluación de la recuperación económica en ambos países presenta diferencias notables, tanto en las políticas aplicadas como en la forma de solucionar los problemas en cada uno de ellos.

Los primeros años de crisis, en los que, gracias a las medidas aplicadas, España logró crecer y superar el bache de 2008. Sin embargo, España sufrió una recaída a partir de 2011, que logró recuperar en 2013. Las medidas aplicadas han sido objeto de debate ya que no resultaron del todo eficientes, al menos a largo plazo.

¿El paquete de medidas implementado en cada país resulta adecuado con la situación a la que cada uno de ellos se enfrentaba?

En España, la situación más vulnerable era la del sector bancario. El endeudamiento de empresas y familias, especialmente en el sector de la construcción, provocó una crisis de liquidez que afectó gravemente a bancos y cajas de ahorros. El rescate del sector bancario realizado por el MEDE, solucionó, en gran medida, los problemas que se derivaban. No obstante, esto supuso un aumento de la deuda pública causada por la asunción de la deuda privada.

En Portugal, la situación era más preocupante. Los factores anteriores a la crisis de 2008 persistían y el estallido de ésta complicó la situación. La situación, en general, no era buena. Por ello, tras aplicar medidas de austeridad, se vieron obligados a solicitar ayuda al MEDE, para rescatar su economía. Como se ha podido analizar, dicha ayuda facilitó la recuperación económica de Portugal.

Actualmente, se reconoce a Portugal como un ejemplo en la recuperación económica. Sus tasas de desempleo o de deuda, han conseguido disminuirse a tiempo récord, y su economía esta recuperada tras la crisis que sufrió a comienzos del siglo XXI. Esto se debe a conjunto de factores, especialmente, gracias a la política de austeridad y a las medidas aplicadas por el gobierno de Costa (Nieves, 2019).

## 6. Conclusiones

España y Portugal, dos naciones cercanas geográficamente, y que comparten distintos aspectos, afrontaron la crisis de 2008 de manera muy diferente.

Tras su anexión a la UEM, España disfrutó de unos buenos años económicamente, de crecimiento y de estabilidad. Por su parte, Portugal debido a distintos factores, llegó a la crisis de 2008 con una situación mucho más vulnerable. Su baja productividad, dando pie a una disminución del consumo, de la inversión y del empleo, provocaron una situación de inestabilidad económica en el país, que fue acentuada tras el estallido de la crisis.

Durante esos años, ante el crecimiento económico, se dio un aumento desmesurado del crédito, lo que facilitó el consumo y la inversión. El sector de la construcción y de la vivienda estaban en auge, lo que dio pie a un aumento de inversión en vivienda, generando una burbuja inmobiliaria, que acabó estallando en Estados Unidos en 2008. Ante la deuda de empresas y familias, se dio una crisis de liquidez que afectó especialmente a las entidades bancarias. El gobierno, como primera medida, decidió comprar la deuda privada, lo que generó problemas a largo plazo. En 2012, con la recaída económica, se solicita ayuda internacional al MEDE para rescatar el sector bancario. Dado que el origen de la crisis estaba en ese sector, se intentó salvar la economía española, rescatando a los bancos. Tras la aplicación de medidas austeras y de recortes, es a partir de 2014 cuando la economía española consigue mejorar.

Portugal presentaba una situación económica más crítica, como resultado de unos años débiles para su economía (2000-2008). Como se ha explicado, su baja productividad generó una baja competitividad, disminuyendo el consumo y la inversión. El gobierno invirtió en distintos sectores, para intentar solventar la situación, pero se dio una alta deuda y déficit público. Y con la crisis de 2008 empeoró su situación. Tras la aplicación de distintas medidas gubernamentales para fomentar el empleo y para incentivar la economía, así como medidas para recortar el gasto público, Portugal se vio en la necesidad de solicitar un rescate para recuperar su economía.

Portugal sí tuvo un rescate total, pues su situación económica, en general, no era buena desde varios años atrás.

Por tanto, podemos concluir que, aunque puedan parecer similares, el origen de la crisis es muy distinto en cada uno de ellos. España presentaba, en líneas generales, un endeudamiento de su sector privado, mientras que Portugal, desde antes de la crisis, sufría una deuda pública muy alta. Por ello, las medidas que se tomaron son acordes a la causa de cada uno de ellos, para intentar paliar la situación desde el origen

Para finalizar, me gustaría mencionar una cita de Tólstoy que, en mi opinión, refleja muy bien el caso de España y Portugal ante la crisis de 2008: *"Todas las familias felices se parecen, pero las familias desgraciadas lo son cada una a su manera."* (Carbajo, 2011)

## Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

**ADVERTENCIA:** Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

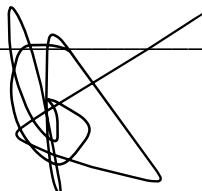
Por la presente, yo, **Catalina García-Iglesias March**, estudiante de **E-3** de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "[Título del trabajo]", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
3. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
4. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 5 de junio de 2024

Firma: \_\_\_\_\_





## BIBLIOGRAFÍA

1. Afonso, António; Verdial, Nuno (2020): *Sovereign Debt Crisis in Portugal and Spain*, EconPol Working Paper, No. 40, ifo Institute - Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, Munich
2. Afonso, A., & Verdial, N. (2020). Sovereign debt crisis in Portugal and Spain. EconPol Europe; ISEG – School of Economics and Management, Universidade de Lisboa; REM – Research in Economics and Mathematics, UECE.
3. Aparicio Merino, A. (2017). La política monetaria del BCE ante la crisis financiera internacional.
4. Balaam, D. N., & Dillman, B. (2018). *Introduction to international political economy*. Routledge.
5. Banco de España. (2008). Evolución económica en 2008  
Recuperado de:  
<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/08/cap6.pdf>
6. Banco de España (2012). *Informe anual 2012. 5. La economía española*.  
Recuperado de: <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/7491/1/cap5.pdf>
7. Banco de España (2017). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*.
8. Banco de España (2022, 20 de enero). ¿Qué es la Forward Guidance?  
Recuperado de: <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/nuevos-instrumentos-politica-monetaria/que-es-la-forward-guidance.html#:~:text=Las%20indicaciones%20sobre%20la%20orientaci%C3%B3n,sus%20tipos%20de%20inter%C3%A9s%20oficiales>
9. Banco de Portugal (2010). *Financial Stability Report - November 2010*  
Recuperado de: <https://www.bportugal.pt/en/comunicado/financial-stability-report-november-2010>
10. Bankinter. (2018, 4 de marzo). Precio vivienda España: ¿Cuánto vale el metro cuadrado en tu CC?AA.? Blog Bankinter.  
Recuperado de: <https://www.bankinter.com/blog/vivienda-hipoteca/precio-vivienda-espana-metro-cuadrado-ccaa>

11. Blanchard, O. (2009). *The Crisis of European Public Debt*. Finance & Development, 46(2), 2-6.
12. Bellod Redondo, J. F. (2015) *Plan E: La estrategia keynesiana frente a la crisis en España*. Revista de Economía Crítica, (19), 161-183.  
Recuperado de:  
<https://www.revistaeconomiacritica.org/index.php/rec/article/view/83/64>
13. Caldas, J. C. (2013). The impact of "anti-crisis" measures and the social and employment situation: Portugal. European Economic and Social Committee
14. Carbajo, A. (2011). El rescate de Portugal. *Cuadernos de Información económica*, (223), 55-60.
15. Carcar, S. (2011, 10 agosto). La crisis que alimenta la crisis. *El País*  
Recuperado de:  
[https://elpais.com/diario/2011/08/10/economia/1312927205\\_850215.html#](https://elpais.com/diario/2011/08/10/economia/1312927205_850215.html#)
16. Centeno, M. (2018, 18 de marzo). From sick man to poster boy: Portugal's successful recovery from the euro crisis [Discurso]. European Economic Policy Forum.  
Recuperado de Center for European Studies, Harvard University.  
<https://www.consilium.europa.eu/media/33780/speech-peg-harvard-april-2018.pdf>
17. Claessens, M. S., & Kose, M. A. (2013). Financial crises explanations, types, and implications. IMF Library.
18. Consejo Económico y Social de España (2016). El sector público español durante la crisis. *Evolución de las principales partidas de gasto y de ingresos públicos*.
19. Comisión Europea (2023). *Desarrollos del mercado de la vivienda: Ficha temática del semestre europeo*. Comisión Europea.  
Recuperado de: [https://commission.europa.eu/document/download/c28e5161-e60b-4735-b846-9a901252744f\\_es?filename=european-semester-thematic-factsheet-housing-market-developments\\_es.pdf](https://commission.europa.eu/document/download/c28e5161-e60b-4735-b846-9a901252744f_es?filename=european-semester-thematic-factsheet-housing-market-developments_es.pdf)
20. Comité Económico e Social Europeu, (2013). O IMPACTO DAS MEDIDAS 'ANTI-CRISE' E A SITUAÇÃO SOCIAL E DE EMPREGO: PORTUGAL.  
Recuperado de: <https://www.eesc.europa.eu/sites/default/files/resources/docs/qe-31-12-351-pt-c.pdf>
21. Communications. (2017, 30 junio). «El BCE jugó un papel fundamental durante la crisis». *BBVA NOTICIAS*.  
Recuperado de: <https://www.bbva.com/es/bce-jugo-papel-fundamental-criisis/>

22. Costa, A., & Caldas, J. C. (2014). A União Europeia e Portugal entre os resgates bancários ea austeridade: um mapa das políticas e das medidas. *Reis J, coordenador. A economia política do retrocesso. Coimbra: Almeida, 72-107.*
23. Correia, L. A. T. (2015). The European crisis: repercussions on the Portuguese economy.
24. de Vidales Carrasco, I. M. (2013). El impacto de la crisis económica y financiera sobre el sistema bancario de Portugal. *Boletín Económico de ICE, (3038).*
25. El Mundo (2012, 9 junio). *Grecia, Irlanda y Portugal, los países rescatados en la UE.* Recuperado de: <https://www.elmundo.es/elmundo/2012/06/09/economia/1339254203.html>
26. EUR -LeX (s.f.). *Mecanismo Europeo de Estabilidad*  
Recuperado de: <https://eur-lex.europa.eu/ES/legal-content/glossary/european-stability-mechanism.html>
27. European Central Bank. (2011, 21 octubre). *La política monetaria del BCE durante la crisis.* Recuperado de: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021\\_1.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html)
28. European Central Bank. (2016, 22 enero). *¿Cómo funciona el programa de compras de activos del BCE?*  
Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/app.es.html>
29. European Central Bank. (2022, 8 abril). *Monetary policy*  
Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>
30. European Central Bank. (2023, 6 enero). *El Banco Central Europeo.*  
Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>
31. European Central Bank. (2024, 14 marzo). *El Banco Central Europeo.*  
Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>
32. European Central Bank. (2012b, septiembre 6). *Technical features of Outright Monetary Transactions.*  
Recuperado de: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)
33. European Central Bank. (2024a, enero 29). *Mecanismo único de supervisión.*  
European Central Bank - Banking Supervision.  
Recuperado de: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.es.html>

34. Expansión. (2008, 19 noviembre). *Cómo funciona el Fondo de Adquisición de Activos Financieros - Expansión.com*.  
Recuperado de:  
<https://www.expansion.com/2008/11/19/inversion/fondos/1227088660.html>
35. Fernández Aragón, A., & Rojas Vázquez, Á. (2019). *Crisis de las cajas de ahorros españolas: factores condicionantes del fracaso empresarial. Un análisis configuracional*.
36. Figueras Vigaray, A. J. (2020). La instrumentación de la política monetaria del BCE durante la crisis. Medidas no convencionales.
37. Fishman, R. M. (2013, 6 febrero). Opinion | Portugal's unnecessary bailout. *The New York Times*.  
Recuperado de: <https://www.nytimes.com/2011/04/13/opinion/13fishman.html>
38. FROB (s.f.). *El FROB de un vistazo*  
Recuperado de: <https://www.frob.es/el-frob-de-un-vistazo/>
39. Funcas (2008). *Sexenio 2000-2006 fue «brillante» para la economía española, según FUNCAS*. elEconomista.es.  
Recuperado de: <https://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/342621/01/08/Sexenio-20002006-fue-brillante-para-la-economia-espanola-segun-FUNCAS.html>
40. Gobierno de España (2008). *PLAN ESPAÑOL PARA EL ESTÍMULO DE LA ECONOMÍA Y EL EMPLEO*.  
Recuperado de:  
<https://www.hacienda.gob.es/Documentacion/Publico/PortalVarios/Gesti%C3%B3n%20del%20Portal/Plan%20estimulo%20econom%C3%ADa%20y%20empleo.pdf>
41. Gobierno de España, 2016. *Programa Nacional de Reformas 2016*. La Moncloa.  
Recuperado de:  
<https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/Documents/PNR%202016%20-%20SPAIN.PDF>
42. González-Páramo, J. M. (2012). La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis. *Revista de economía mundial*, (30), 83-102.  
Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/866/86623418004.pdf>
43. Gurnani, S. (2016). The financial crisis in Portugal: Austerity in perspective. *The Libraries student research prize, paper*, 9.  
Recuperado de: <https://core.ac.uk/download/pdf/228652652.pdf>

44. Inhoffen, J., Pekanov, A., & Url, T. (2021). Low for long: side effects of negative interest rates. *Monetary Dialogue Papers*, 3-32.
45. IMF, 2011. Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility. IMF Country Report No. 11/127
46. IMF (2015). *IMF survey: Good progress but testing times ahead for Portugal*. (2015, 28 septiembre).  
Recuperado de:  
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/socar122211b>
47. IMF (2017, 4 de octubre). *Recuperación española: Cifras clave*.  
Recuperado de: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2017/10/04/na100617-spanish-recovery-key-numbers>
48. Issing, O., Gaspar, V., Angeloni, I., & Tristani, O. (2001). *Monetary policy in the euro area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*. Cambridge University Press
49. Malo de Molina, J. L. (2010). La economía española en la crisis mundial.
50. McKibbin, W. J., & Stoeckel, A. (2009). The potential impact of the global financial crisis on world trade. *World Bank Policy Research Working Paper*, (5134).
51. Millaruelo, A., & Del Rio, A. (2013). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis. *Boletín económico*, (JAN), 1-12.
52. Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico (2008). *Actuaciones Plan E*.  
Recuperado de: <https://www.miteco.gob.es/va/agua/temas/delimitacion-y-restauracion-del-dominio-publico-hidraulico/estrategia-nacional-restauracion-rios/plane.html>
53. Nieves, V. (2019, 1 abril). Qué hay detrás del éxito económico de Portugal que ha dejado al FMI con la «boca abierta». *elEconomista.es*.  
Recuperado de:  
<https://www.eleconomista.es/economia/noticias/9795780/04/19/Que-hay-detras-del-exito-economico-de-Portugal-que-ha-dejado-al-FMI-con-la-boca-abierta.html>
54. O'Brien, R., & Williams, M. (2020). *Global Political economy: Evolution and Dynamics*. Bloomsbury Publishing.
55. Oviedo, C. (s. f.). *La política económica portuguesa en los tiempos de crisis*. Asociación de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado.  
Recuperado de: <https://atcee.es/la-politica-economica-portuguesa-en-los-tiempos-de-crisis/>

56. Parlamento Europeo (s.f). La asistencia financiera a los Estados Miembros de la Unión.  
Recuperado de: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/91/la-asistencia-financiera-a-los-estados-miembros-de-la-union>
57. Pateiro Rodríguez, C., Núñez Gamallo, R., & García Iglesias, J. M. (2010). La gestión de la liquidez del Banco Central Europeo durante la crisis financiera: 2008-2009. Economic analysis working papers.
58. Pedroso, P. (2014). Portugal and the global crisis. *The impact of austerity on the economy, the social model and the performance of the state*. Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung.
59. Ravenhill, J. (2020). Global Political Economy. Oxford University Press, USA 197-225.
60. Real Decreto-ley 6/2008, de 10 de octubre, *por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros*.  
Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2008-16484>
61. Reis, R. (2013). *The Portuguese slump and crash and the euro crisis* (No. w19288). National Bureau of Economic Research.
62. Republica Portuguesa, (2010). *Programa de Estabilidade e Crescimento, 2010-2013*.  
Recuperado de:  
[https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Documents/pec/PEC2010\\_2013\\_18\\_mar2010\\_vFA.PD](https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Documents/pec/PEC2010_2013_18_mar2010_vFA.PD)
63. Rodríguez, I. S. C. (2014). La política en los gobiernos de José Luis Rodríguez Zapatero. In *España en democracia: actas del IV Congreso de Historia de Nuestro Tiempo* (pp. 97-109). Universidad de La Rioja.
64. Royo, S., Royo, S., & Royo, S. (2008, 13 julio). Las lecciones de Portugal. *Cinco Días*.  
Recuperado de:  
[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2008/07/14/economia/1216148147\\_850215.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2008/07/14/economia/1216148147_850215.html)
65. Ruiz Alfonsea, C. (2018, 2 julio). Claves para entender las medidas no convencionales del BCE. BBVA NOTICIAS.  
Recuperado de: <https://www.bbva.com/es/claves-entender-medidas-convencionales-bce/>

66. Santos, A. D. (2016). *Economía Portuguesa e Europeia: a crise de 2008-2013*. Manual de apoio.  
Recuperado de: <https://repositorio.ual.pt/bitstream/11144/2453/1/ECONOMIA%20PORTUGUESA%20E%20EUROPEIA%202008%20-%202013%20%20Jan%202016.pdf>
67. Smith, R., Smith, R. H., El-Anis, I., & Farrands, C. (2017). *International political economy in the 21st century: Contemporary Issues and Analyses*.
68. Steinberg, F. (2008). La crisis financiera mundial: causas y respuesta política. *Boletín Elcano*, (107), 8.
69. Stiglitz, J. (2010). El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial.
70. Unidad Editorial Internet. (2011, 23 marzo). *Portugal, entre la crisis política y el rescate financiero | Mundo | elmundo.es*.  
Recuperado de: <https://www.elmundo.es/elmundo/2011/03/23/internacional/1300919261.html>
71. Vergés Escuin, R. (2002). EL MERCADO RESIDENCIAL ESPAÑOL 1987-2006. EXPECTATIVAS DE VIVIENDA Y SUELO. *Revista de Economía y Finanzas de Castilla y León*, 5, 2002
72. XX Congreso AECA.  
Recuperado de: <https://xxcongreso.aeca.es/wp-content/uploads/2019/09/46a.pdf>