

TRABAJO FIN DE GRADO

UCAM
UNIVERSIDAD CATÓLICA
SAN ANTONIO

FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y DE LA EMPRESA

Departamento de Ciencias Sociales, Jurídicas y de la Empresa

Grado en Administración y Dirección de Empresas

LA CRISIS FINANCIERA

Pasado y presente



Autor: Juan Francisco Gambin Campillo

Directora: Laura Nieto Torrejón

Murcia junio 2020

TRABAJO FIN DE GRADO



UCAM
UNIVERSIDAD CATÓLICA
SAN ANTONIO

FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y DE LA EMPRESA
Departamento de Ciencias Sociales, Jurídicas y de la Empresa

Grado en Administración y Dirección de Empresas

LA CRISIS FINANCIERA

Pasado y presente



Autor: Juan Francisco Gambin Campillo
Directora: Laura Nieto Torrejón

Murcia junio 2020

*DEDICADO A LA MEMORIA DE MI PADRE, FRANCISCO, A QUIEN DEBO TANTO Y AÑORO Y SIN
CUYA INTERCESIÓN LA FINALIZACIÓN DE ESTE GRADO NO HABRÍA SIDO POSIBLE.*

Juan Francisco Gambin Campillo

INDICE

1.	INTRODUCCIÓN	1
2.	ANTECEDENTES & FASES DE LA CRISIS	3
2.1.	Años 2000 a 2003: Wall Street, 11-S, bajada de tipos Fed	3
2.2.	Año 2005: Hipotecas Subprime	4
2.3.	Año 2007: Estalla la crisis	7
2.4.	Año 2008: Efectos en Europa	8
2.5.	El rescate	11
3.	ESPAÑA EN EUROPA Y LA PROBLEMÁTICA BANCARIA	14
3.1.	Liquidez	14
3.2.	Acceso a los mercados	17
3.3.	Refinanciación	19
3.4.	Recapitalización del sistema bancario	23
4.	ESPAÑA ¿DONDE ESTAMOS HOY? INDICADORES	27
4.1.	Producto Interior Bruto	27
4.2.	Empleo	28
4.3.	Rentas salariales	28
4.4.	Consumo & Ahorro	29
4.5.	Inversión empresarial	30
4.6.	Tasa de morosidad	31
4.7.	Construcción & vivienda	32
4.8.	Evolución de los tipos de interés	34
5.	CONCLUSIONES	37
	BIBLIOGRAFÍA	39

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Tasa Promedio Anual Efectiva de los Fondos Federales de E.U	3
Gráfico 2: Tasa de propietarios (%)	5
Gráfico 3: Evolución del desempleo en EE.UU	8
Gráfico 4: Déficit por cta.cte como % del PIB	10
Gráfico 5: Tipos de interés bancos centrales	12
Gráfico 6: Bonos españoles en manos de no residentes	15
Gráfico 7: Pasivos exteriores	17
Gráfico 8: Emisiones de cédulas	19
Gráfico 9: % activos bancarios Eurozona	21
Gráfico 10: Ratio de crédito sobre depósitos	22
Gráfico 11: Ayudas de capital público	23
Gráfico 12: Bonos en el activo del Banco Central	24
Gráfico 13: PIB Trimestral en Millones de Euros	27
Gráfico 14: Ocupados en millones	28
Gráfico 15: Remuneración asalariados	28
Gráfico 16: Consumo hogares	29
Gráfico 17: Tasa ahorro hogares	30
Gráfico 18: Inversión empresarial	31
Gráfico 19: Tasa morosidad	32
Gráfico 20: Venta viviendas	33
Gráfico 21: Peso construcción en el PIB (%FBCF sobre PIB)	33
Gráfico 22: Tipos de interés oficial y de referencia	34

LISTA TABLAS

Tabla 1: Incumplimiento Pacto Estabilidad y Crecimiento	26
---	----

1. INTRODUCCIÓN

Justificar la elaboración del presente trabajo nace de la necesidad de conocer de primera mano los porqués y efectos posteriores de este fenómeno cuyo origen en 2007 dio lugar a un cambio en el panorama económico y financiero mundial. Las repercusiones transmitidas al ciudadano de a pie a través de una gran variedad de ámbitos de la vida cotidiana, tales como el desempleo, las secuelas de la burbuja inmobiliaria, o la reestructuración del sector bancario, son sólo un botón de muestra y están fuera de toda duda. Entender su origen y causas, el efecto sistémico propagado al resto de economías internacionales y su impacto en Europa, y en especial España, así como la realización de un balance actualizado de la situación a día de hoy a través de los indicadores habituales constituyen la razón de ser de su realización.

Los objetivos son:

- Estudiar las consecuencias que ha tenido la crisis financiera en las economías europeas y española, así como el efecto y consiguiente problemática que tiene lugar en el sector bancario, examinando las razones de su especial intensidad en nuestro país.
- Analizar los datos obtenidos a través de 8 indicadores con el fin de estudiar su evolución en tres diferentes momentos del tiempo, desde su origen hasta el presente, obteniendo una perspectiva histórica que nos permitan cuestionar el momento presente y llegar a conclusiones.

Se ha realizado revisión bibliográfica de diferentes autores y artículos, así como trabajos de investigación relacionados con el apartado correspondiente, al igual que un uso comparativo de datos en el tiempo vía gráficos, para estudiar la evolución y consecuencias de los hechos. Para todo ello se ha recurrido a la búsqueda a través de diferentes bases de datos como ResearchGate, Google Scholar y CrossRef, siendo la más utilizada de forma mayoritaria Google Scholar.

Dependiendo del apartado desarrollado se realizaron búsquedas de literatura incluyendo palabras clave como “apalancamiento”, “titulización”, “default”, “subprime”, “stock de deuda”, “cédula hipotecaria” y “deuda pública” entre otros, no existiendo en cuanto a la fecha de publicación un intervalo específico que

limitase la búsqueda, aunque dando prioridad a los publicados entre 2007 y 2019, como puede verificarse en el apartado Bibliografía.

El trabajo está dividido en tres partes fundamentales:

- La primera parte hace un análisis general de la crisis financiera y su cronología: antecedentes, situación de la economía general, factores que desencadenan la crisis y sector que la origina, así como su transcurso a través del tiempo.
- La segunda parte analiza los efectos sobre la banca y el consumidor en España en un punto temporal intermedio, hacia 2011/12, haciendo también referencia a los países europeos en situación crítica.
- Finalmente, y a día de hoy, se comparan y contrastan, a modo de trabajo de campo basado en datos reales, indicadores que nos permitan cuestionar si hemos salido o seguimos en crisis, conclusiones de las dos fases anteriores e incógnitas a día de hoy.

2. ANTECEDENTES & FASES DE LA CRISIS

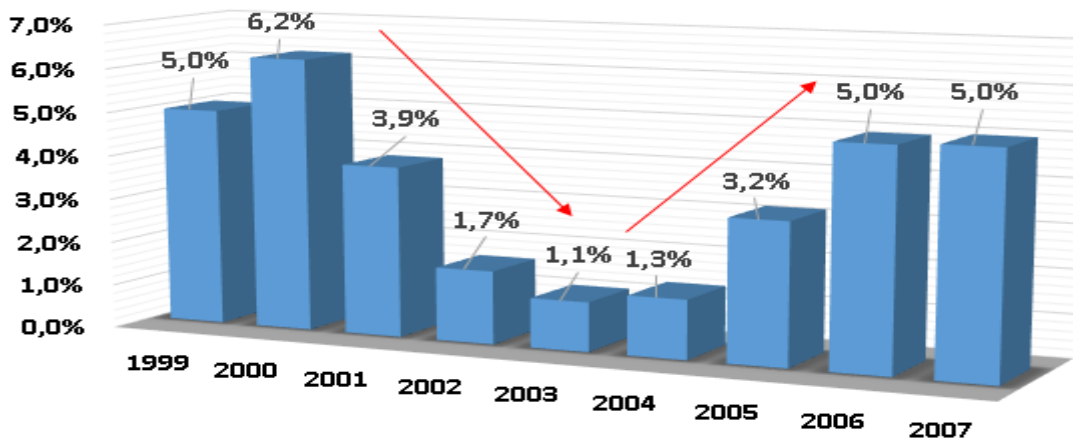
2.1. AÑOS 2000 A 2003: WALL STREET, 11-S, BAJADA DE TIPOS FED

La explosión de la burbuja de Internet en el 2000 da pie al éxito de las empresas TIC. Wall Street ve en ello una oportunidad de dinero que finalmente desemboca en dudas dada su poca consistencia originando la crisis de las punto.com.

Los atentados del 11 de septiembre de 2001, suponen un impacto significativo en los mercados. Inestabilidad y desconfianza dan pie al inicio de la recesión económica, punto de origen de los acontecimientos posteriores.

Poco después y como respuesta a la recesión económica americana de finales de 2003 la Reserva Federal reduce los tipos de interés del 6,5 al 1%.

Gráfico 1: Tasa Promedio Anual Efectiva de los Fondos Federales de E.U



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Fred Economic Data(2019a)

El efecto de activación sobre el mercado inmobiliario de esta bajada al 1% durante un año es inmediato, teniendo como consecuencia la formación de una burbuja inmobiliaria que duplica el precio de la vivienda en apenas 10 años. El entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernake, con no demasiado buen criterio, adjudicaba este incremento “a fundamentos económicos robustos”, en lugar de a la actividad especulativa.

La subida de precios del mercado inmobiliario americano y los bajos tipos de interés de los mercados internacionales reducen el negocio de los bancos, debido a los préstamos otorgados a bajos tipos de interés y a una constante reducción en los márgenes de intermediación bancaria (Bello, 2008).

Todo ello fomenta la búsqueda por parte de la banca, de alternativas paralelas a la financiación tradicional, a través de entidades que operando fuera del sistema bancario ofrecen, a cambio de mayor riesgo, condiciones más atractivas y mejores rentabilidades, sin estar sujetas a los requisitos de solvencia y liquidez oficiales. Es la “banca en la sombra” o “Shadow Banking”. Dichas entidades se centran en la captación de fondos y su préstamo o inversión en activos para generar una rentabilidad, siendo la clave de su negocio la financiación a través de la transformación de vencimientos. En base a ello, se captan fondos a corto plazo y se invierten a largo plazo, generando una rentabilidad por el diferencial de tipos. Nada nuevo con respecto a la banca tradicional de no ser por tratarse de inversiones a largo plazo en activos menos líquidos, de mayor riesgo y de forma apalancada, incrementándose de esta forma el riesgo de los potenciales beneficios o pérdidas. La parte atractiva es el manteniendo de su actividad al margen de las autoridades supervisoras (Casero, 2016).

Esta opción permite, hasta cierto punto, compensar la caída de los márgenes de intermediación del sector bancario, pero conlleva riesgos derivados de la ausencia de garantías ante posibles situaciones de crisis de la economía, tal como se pudo confirmar con posterioridad.

El fenómeno subprime que a continuación se describe surge como respuesta a un negocio, el bancario, con preocupantes perspectivas de futuro, ávido de nuevas fórmulas para recuperar beneficios y que supuso la gota que colmaría el vaso del sobreendeudamiento del sector, antes que la auténtica razón de la crisis.

2.2. AÑO 2005: HIPOTECAS SUBPRIME

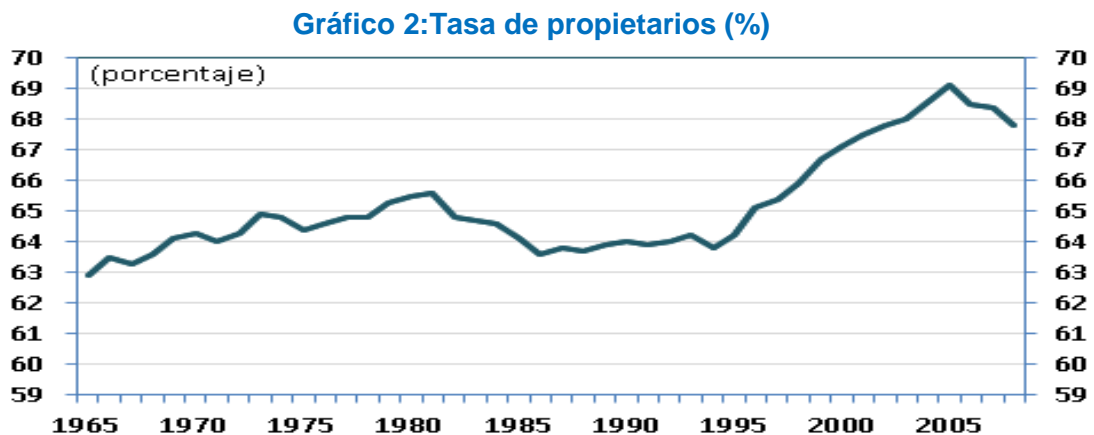
La solución ante esta atonía a la baja de la situación económica pasa por:

- I. Incremento del riesgo en los préstamos a cambio de un mayor interés.

Para ello los bancos ofrecen préstamos a clientes con mayor riesgo de impago amparándose en el imparable incremento en el valor de las viviendas que genera la burbuja inmobiliaria. Argumento este que también justificaba que el préstamo

hipotecario fuera superior al valor de la vivienda. Aparece de esta forma un nuevo concepto de hipoteca que se desmarca del clásico. Son las hipotecas subprime (Abadía, 2008; Blackburn, 2008), estableciéndose la siguiente diferenciación:

- Hipoteca prime: cliente solvente, bajo riesgo de impago.
- Hipoteca subprime: cliente con mayor riesgo de impago a quien se le da la opción de acceder a la adquisición de una vivienda a través de una hipoteca a cambio de un interés superior a las prime. Aparece un nuevo perfil de cliente denominado NINJA (Abadía, 2009), acrónimo del inglés “No income, No job or asset”, es decir, personas con bajos ingresos y situación laboral en paro o inestable. Se justificaban por el buen funcionamiento de la economía americana que relativiza el riesgo de insolvencia por despido laboral amparándose en la abundancia de empleo. El gráfico 2 muestra el efecto que la relajación de condiciones para la concesión y titulización de hipotecas tuvo en el nicho subprime sobre el incremento del porcentaje de propietarios, especialmente a partir



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Census Bureau (2019)

de los 90. Según Belda (2008) “no sólo se consintió, sino que se alentó, la creación de este mercado hipotecario paralelo”.

II. Un aumento casi exponencial en el número de operaciones.

Si en lugar de cien operaciones hacemos mil la rentabilidad para el sector se dispara. La consecuencia lógica es el agotamiento de liquidez y la necesidad de acudir a fuentes de financiación en los mercados internacionales.

Aparece en escena un nuevo concepto bancario, auténtica moneda de uso y abuso en este entorno bancario internacional. Es la titulización, que hace presente a su vez otro fenómeno mundial que se extiende con rapidez llamado globalización.

Hasta ese momento las normas de Basilea imponían la exigencia de un capital mínimo del 8% (Jiménez R, 2005) en relación con sus activos. Dicho porcentaje deja de cubrirse en el momento en que la banca pide mucho dinero interbancario y sigue dando créditos a diestro y siniestro. Para evitar este descuadre, a través de la titulización¹ los bancos empaquetan tanto hipotecas prime como subprime en paquetes denominados MBS (*Mortgage backed securities, o títulos con garantía hipotecaria*), que son distribuidos por bancos de medio mundo como fondos seguros de rentabilidad elevada, diversificando de esta forma el riesgo de las subprime. La venta de los mismos incrementa el valor de los activos bancarios, mejorándose de esta forma la proporción entre capital y créditos concedidos dada la disminución de los mismos. El resultado final es que el balance sigue cumpliendo con la normativa de Basilea.

La compra de dichos paquetes se realiza a través de fondos (conduits²) creados por los propios bancos, los cuales están exentos de la obligación de consolidar balances con el Banco matriz.

La financiación para la compra de dichos fondos se apoya tanto en créditos de otros bancos, como en la contratación de servicios de Bancos de Inversión que los comercializan a través de Sociedades de Capital Riesgo, Financieras etc. es decir, una peligrosa cadena que no hace otra cosa que diseminar dichos paquetes a todo el sistema económico y bancario con el riesgo sistémico que implica. (Girón & Chapoy, 2009)

Para dar credibilidad a la solvencia de dichas adquisiciones nada mejor que la información ofrecida por las agencias de rating: Moodys, S&P, Fitch, las cuales miden la probabilidad de impago de los emisores de bonos. El tiempo demostraría que no eran merecedoras de la confianza depositada en ellas, susceptibles de las influencias derivadas de conflictos de intereses y cuyos

¹ Emisión de un título negociable que tiene como contrapartida una cartera de créditos

² Conduits: sociedades que pertenecen a entidades financieras cuyo uso tiene por finalidad sacar del balance de situación activos o portfolios de riesgo

códigos éticos no eran más que simples declaraciones de intenciones sin valor vinculante alguno (Lopez Jiménez & Vargas Portillo, 2012) .

Para los Bancos de inversión la venta de paquetes con alta calificación crediticia era muy fácil. Por el contrario, la venta de MBS con una deficiente calificación suponía un reto para los gestores dado el alto riesgo que dichas operaciones conllevaban.

Para elevar la calificación de los paquetes malos y facilitar su venta los Bancos de inversión consiguen que las agencias de rating recalifiquen los MBS con mayor riesgo haciéndolos más atractivos para el inversor.

Fruto de la ingeniería bancaria aparecen los CDO y los CDS en los que a cambio de mayor riesgo se ofrecían mayores intereses, siendo estas altas rentabilidades las que terminaban seduciendo al inversor.

Las dos premisas para que todo lo anterior funcionara eran muy sencillas:

- ❖ Que el cliente subprime no incurriera en insolvencia.
- ❖ Que el mercado inmobiliario continuara creciendo. (Abadía, 2008)

2.3. AÑO 2007: ESTALLA LA CRISIS

Mediados de 2006 marca el derrumbe del precio de la vivienda en Estados Unidos. Supone el inicio de un efecto dominó: los propietarios que firmaron subprime no pueden afrontar los altos pagos de préstamos inflados por viviendas sobrevaloradas que ahora se desvalorizan. La dación en pago facilita el abandono.

El impago de las subprime se transmite de modo sistémico a todos los productos financieros de los que formaban parte (MBS) generando la lógica desconfianza en el inversor que deja de comprar (Belda, 2008). La venta se paraliza y los inversores que compraron ven esfumarse su dinero sin posibilidad de recuperar la inversión inicial revendiendo.

Los bancos no llegan a saber con certeza hasta qué punto los paquetes de hipotecas que compraron están contaminados y ello da lugar a una desconfianza generalizada en el mercado interbancario.

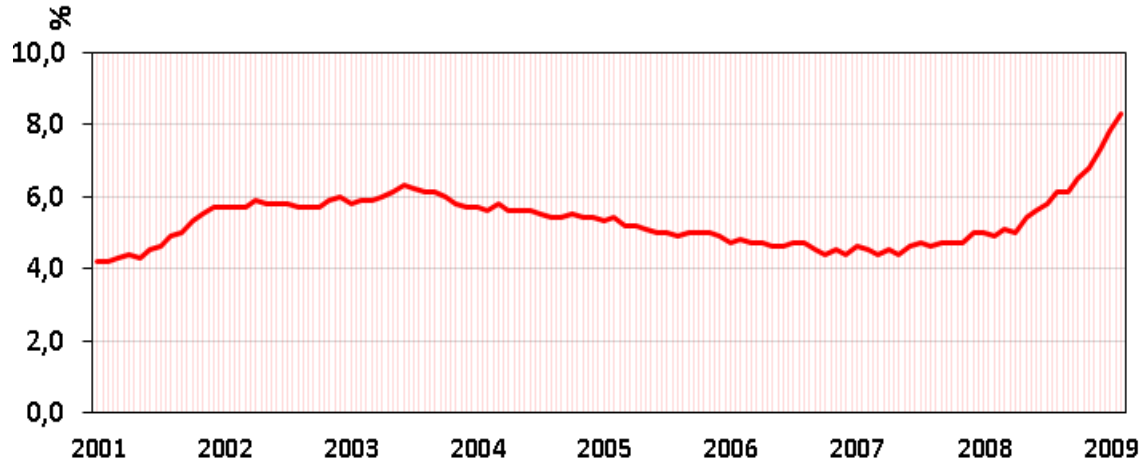
El caso más representativo en este contexto es el de Lehman Brothers cuya gran participación en el mercado subprime, gran exposición a los cambios en el mercado y baja capitalización supuso un hándicap imposible de superar dando lugar a la

intervención de la Reserva Federal ante la negativa de financiación del resto de la banca. Otras entidades como Merrill Lynch se vieron en idéntica situación. Sin embargo, esta última fue absorbida por Bank of America mientras que Lehman Brothers se dejó caer en circunstancias muy discutidas bajo pretexto de “dar una lección” y no alimentar el “riesgo moral” como comenta De Soto (2009).

Al quedarse sin liquidez la banca deja de dar créditos y se ve obligada a vender activos inmobiliarios, participaciones en empresas y fomentar campañas de depósitos en mejores condiciones. Los efectos que la paralización del crédito tiene sobre el mercado laboral americano se ven reflejados en la evolución al alza del desempleo a partir de 2007, como puede apreciarse en el gráfico 3. El 8,3% registrado en febrero de 2009 confirma sin género de dudas la realidad de la crisis económica, respaldado por el gran desplome de ventas de la industria del automóvil.

En Europa, el Euribor sube dificultando el pago de las cuotas mensuales del ciudadano medio y la caída del consumo da lugar igualmente a un aumento del

Gráfico 3: Evolución del desempleo en EE.UU



Fuente: elaboración propio a partir de U.S.Bureau of Labor Statistics(2019)

paro en la industria y el comercio ante el desplome de las ventas.

2.4. AÑO 2008: EFECTOS EN EUROPA

En este punto de la crisis la principal cuestión gira en torno a la interrogante de hasta qué punto están contaminados los activos bancarios, ya que ni la propia banca es consciente de la dimensión del problema ni se tiene una certeza concreta acerca de quiénes son los afectados.

Se hace imposible calcular el valor de los paquetes tóxicos titulizados en forma de MBS, CDO, CDS y otros híbridos similares hasta que las hipotecas subprime impagadas no sean ejecutadas y los bancos puedan vender las propiedades devaluadas. Hasta ese momento la desconfianza generalizada es la moneda de cambio (Farhi & Cintra, 2009).

Flotan en el aire muchas interrogantes acerca de la depuración de responsabilidades en torno al cumplimiento de las normas de Basilea, la absoluta ignorancia de los consejos de administración de las entidades financieras y la incompetencia de las agencias de rating.

En Europa resulta imprescindible hacer referencia a los PIGS³, acrónimo peyorativo atribuido por la literatura económica inglesa que en entorno financiero engloba a un conjunto de países: Portugal, Irlanda, Grecia y España, considerados como marginales en el momento de la creación del euro con respecto a la Europa Central, Francia, Alemania, Holanda y Bélgica, calificados como ejemplares con respecto a los anteriores (Sánchez García, 2017).

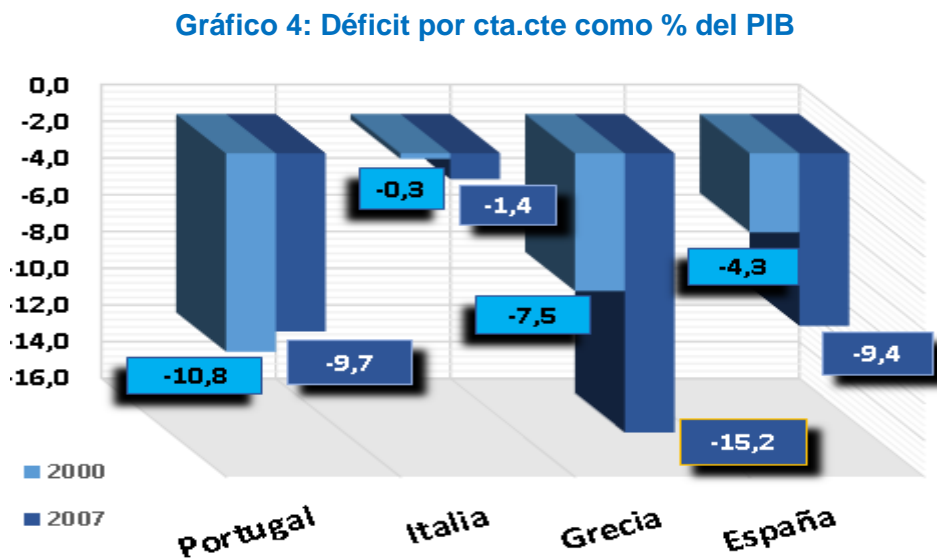
Constituyen los cuatro países que por distintas razones acusan los efectos de la crisis con mayor intensidad que el resto de Europa, y que por razones obvias mencionadas a continuación suponen un lastre para la eurozona dando lugar al rescate por parte de la Unión Europea y el BCE, así como otras medidas relacionadas:

- Portugal entra en la crisis en base a la explosión crediticia provocada por la caída de tipos.
- En Irlanda es la burbuja inmobiliaria y bursátil la que saca a la luz la debilidad de su sistema financiero.
- Grecia agrava su situación de deuda debido al falseamiento de cifras de déficit.
- En España, pese a poder presumir de mantenerse a cierta distancia con respecto a los anteriores, es el boom originado por la burbuja inmobiliaria y la crisis de las hipotecas el que conduce al colapso del sector financiero, pasando de una situación de bonanza económica con bajas cifras de

³ Newsweek, The Economist o The Times fueron las primeras publicaciones en utilizar este término.

deuda y desempleo y un PIB más que saludable a la destrucción masiva de puestos de trabajo, descenso del consumo y la producción y rigidez del mercado laboral, así como posteriores problemas con las pymes.

Tras unirse a la eurozona las economías de todos ellos se dispararon. Según la prensa financiera británica, “los cerdos vuelan”. Sus tasas de interés cayeron a mínimos históricos y con frecuencia fueron negativas en términos reales. De la noche a la mañana a esta situación le siguió un auge crediticio. Los salarios aumentaron, al igual que el consumo y los precios de la vivienda. Los niveles de deuda también se dispararon (Heredia, 2014). Este cambio de polaridad puede verse reflejado en el gráfico 4, en el que la evolución al alza del déficit por cuenta corriente a raíz del aumento de la deuda es una realidad en tres de los cuatro países reflejados durante el período 2000-2007.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat (2019)

Hasta qué punto podrían caer se puede ver en sus cifras comerciales. Mientras que la eurozona está en general en equilibrio, a finales de 2007 Grecia encabeza un déficit por cuenta corriente del 15,2%, el más abultado del grupo. Portugal y España acusan un déficit equivalente al 10% del PIB. Por último, Italia soporta un moderado 1,4%.

Lo habitual frente a una situación como la reflejada de abultado déficit por cuenta corriente habría sido una fuerte devaluación. Sin embargo, al ser miembros del euro esta posibilidad está completamente descartada.

Queda como alternativa aguantar el tirón e intentar financiar el déficit, opción harto difícil en estos tiempos en los que el crédito está tan castigado. El caso de España presenta una situación especial ya que, en el pasado, sus bancos, en especial las cajas, entidades que no cotizan en bolsa, han utilizado garantías de baja calidad respaldadas por activos para recaudar fondos baratos del Banco Central Europeo. El problema es que el BCE prevé endurecer sus condiciones de préstamo.

La última vía es la alternativa más traumática para el ciudadano: restablecer la competitividad mediante una caída de los salarios reales dando lugar a una profunda recesión. España hace patente esta dramática solución como puede observarse en el aumento de la tasa de desempleo en casi un punto porcentual en el segundo trimestre.

Gran Bretaña enfrentó similares problemas en la década de los noventa al instaurarse el mecanismo de tipo de cambio europeo. Sin embargo, pudo evitar males mayores retirando la libra esterlina del MTC.⁴

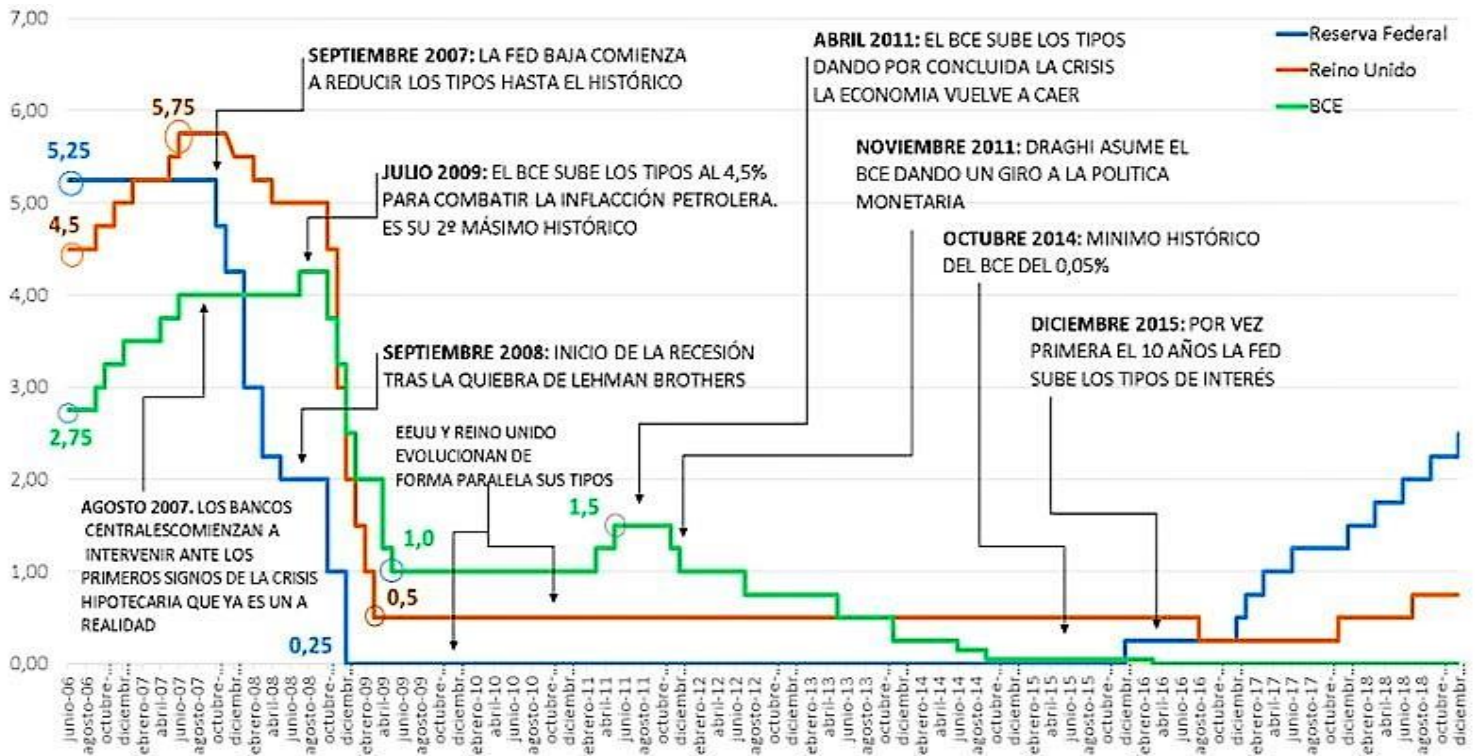
2.5. EL RESCATE

A nivel global, en diciembre de 2007 los bancos centrales de Estados Unidos, la Unión Europea y Reino Unido pactan las primeras medidas para ayudar al sector bancario, inyectando 100.000 millones destinados a hacer frente a la crisis crediticia mundial.

Sin embargo, en Febrero de 2008, ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales del G7 siguen advirtiendo sobre el empeoramiento de la economía, avanzando que las pérdidas de la crisis hipotecaria americana pueden alcanzar los 400.000 millones de dólares, reforzando dichos temores la caída de Lehman Brothers en Septiembre del mismo año (Alamá & Fuertes, 2009).

⁴ Según refleja el artículo Plgs in muck del Financial Times de septiembre de 2008

Gráfico 5: Tipos de interés bancos centrales



Fuente: elaboración propia a partir del BCE y FRED economic data(2019b)

Por su parte la economía española en materia anticrisis se ve sometida tanto a las intervenciones del Gobierno como a otra serie de decisiones por parte de la Unión Europea:

❖ 2008:

- Abril: Medidas de Estímulo Económico.
- Agosto: Programa de 24 reformas para 2008/2009
- Octubre:
 - Creación de un Fondo para la compra de Activos Financieros por parte del gobierno a las entidades de crédito hasta un tope de 50.000 euros, elevando la garantía de depósitos e inversiones a 100.000 euros.
 - Acuerdo por los países de la eurozona de una acción concertada para reforzar el sistema financiero hasta 2009.
 - De 2008 a 2009 el gobierno autoriza avales del Estado hasta 100.000 millones a nuevas operaciones de las entidades financieras.

- Noviembre:
 - El G20 se reúne para la reforma del Sistema Financiero Internacional.
 - Plan de inversión pública en obras municipales por valor de 8.000 millones, así como a diversos sectores y ámbitos de la economía por otros 3.000 millones.
- ❖ 2009:
 - Marzo:
 - Para reactivar el empleo y paliar los efectos del paro se toman medidas para facilitar la financiación del circulante de las empresas.
 - Reforma de la ley concursal para impulsar la actividad a través de un conjunto de medidas, reactivación de seguros de crédito y transposición de la Directiva de Servicios Comunitaria.
 - Abril: el G20 se reúne para la reforma del Sistema Financiero Internacional en Londres.
 - Mayo: aprobación de medidas parlamentarias como reducción fiscal por compra de vivienda habitual, reducción de la fiscalidad para autónomos y pymes, ayudas para la compra de automóvil....
 - Junio: se elevan impuestos sobre el tabaco e hidrocarburos.

(Alamá & Fuertes, 2009; La Caixa, 2009)

La idea general es fomentar la demanda agregada a través de la inversión y el consumo.

- ❖ Con posterioridad:
 - Febrero de 2012: con la intención de sanear el sistema bancario, fomentar el crédito y abaratar el acceso a la vivienda, el gobierno aprueba la primera reforma financiera presupuestando para ello 50.000 millones de euros.
 - Mayo de 2012: segunda reforma financiera que obliga a la banca a aprovisionar 30.000 millones de euros destinados a créditos inmobiliarios no problemáticos, quedando cubiertos ante un posible impago el 45% del total de créditos (Rodríguez G, 2013)

3. ESPAÑA EN EUROPA Y LA PROBLEMÁTICA BANCARIA

A partir de este momento y tras la puesta en marcha de las medidas mencionadas, tanto a nivel gubernamental como procedentes de la Unión Europea, los cuatro grandes problemas a los que se enfrenta la economía española en 2012, y en mayor o menor medida la europea, son los siguientes:

- La liquidez.
- El acceso a los mercados.
- La refinanciación de la deuda.
- Recapitalización del sistema bancario.

Se trata de analizar cada una de ellas para entender mejor la situación.

El problema ya no está en los flujos. Está en el stock de deuda, así como en la viabilidad de su sostenibilidad o no sostenibilidad. Situación esta última, la no sostenibilidad, que en ese momento no aparecía reflejada en los manuales de consulta habituales.

3.1. LIQUIDEZ

La gran pregunta que todo el mundo se hace en este momento es ¿por qué no hay crédito en España?

El 75% del sistema bancario español no ha recibido ayudas públicas tal como refleja en sus informes el Banco de España (2017) . Se trata de entidades saneadas, con buena capitalización y rentabilidad. Las grandes entidades españolas han tenido acceso a los mercados. Entonces ¿por qué no fluye el crédito?

Hay entidades con problemas, las cuales se aparcan en el FROB⁵, entidad que puede asumir la potestad de gestionar las entidades financieras problemáticas sustituyendo provisionalmente sus consejos de administración hasta que la/s entidades intervenidas puedan ser adquiridas por otras, pudiendo igualmente recapitalizar y prestar dinero, que debe ser devuelto, a los bancos con problemas (Expansión, 2020) . El resto de entidades, en condiciones normales, deberían estar intentando recuperar cuota de mercado atendiendo a la demanda de crédito con normalidad, ya que esta es la función del sistema bancario.

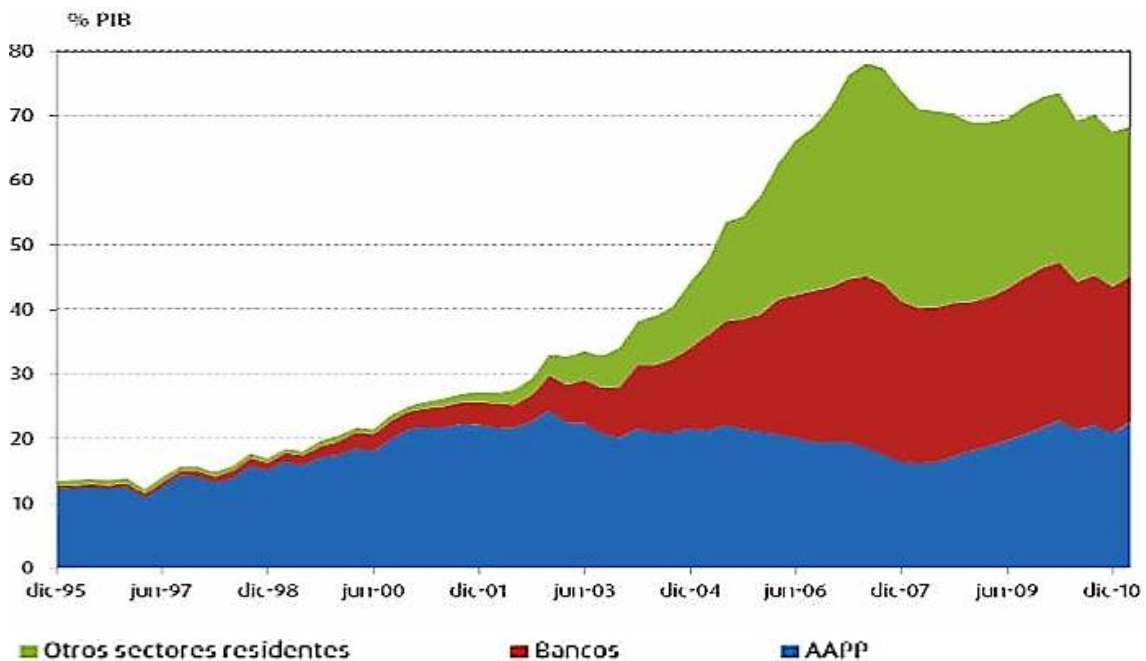
⁵ Siglas de Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, creado en 2009 para reforzar fondos propios de bancos y cajas y gestionar la reestructuración del sistema financiero

De ahí la necesidad de responder a la pregunta de por qué no hay crédito. Acusar a los bancos de los males económicos puede ayudar a aliviar la tensión social pero no soluciona el problema. Sin embargo, cabe cuestionarse desde la óptica del economista profesional si esto es realmente cierto o no. No deja de ser algo irracional pretender meter a todo el sector bancario en el mismo saco. Uno de los grandes males que acusa la economía española es la excesiva dependencia de los mercados de capitales. Los hechos relatados previamente han dado lugar a un boom del crédito, lo cual está fuera de toda duda. Ese boom se ha financiado en el exterior (Maudos, 2012). No tener ahorros suficientes dentro de nuestras fronteras da pie a recurrir a la financiación apelando a mercados concretos:

- ❖ La titulización.
- ❖ El mercado de cédulas hipotecarias.

Sirva como dato referencial el hecho de que en 1996 la economía española sólo tenía emitidos bonos en manos de no residentes por valor del 13% de su

Gráfico 6: Bonos españoles en manos de no residentes



Fuente: Banco de España & INE(Domingo et al, 2012)

PIB, tal como refleja el gráfico 6, correspondiendo en su totalidad a deuda pública. En 2012 ese porcentaje se sitúa en el 70% con la puntualización de que se trata de bonos de largo plazo.

Viendo el gráfico 6, es evidente que el sistema bancario español ha optado por recurrir al mercado de bonos. La parte verde del gráfico también refleja emisiones bancarias: para las titulaciones. El banco quita los créditos del balance y crea un fondo de titulación. Ese fondo de titulización se registra en la contabilidad nacional como una empresa no financiera. Debido a ello, de la mancha verde casi mitad también es bancaria (Domingo et al, 2012).

Todo ello pone de manifiesto que España tiene un problema bancario que no ha sabido gestionar adecuadamente y que simultáneamente alimenta su mala fama a nivel social. Sin embargo, a pesar de ello, es un hecho que los bancos han dado su dinero a las familias en forma de hipotecas o a las empresas en forma de créditos, y puesto que estos necesitan un colchón mínimo de capital para hacer frente a los posibles impagos de los créditos concedidos, la realidad es que cuando el capital escasea los bancos tienen miedo a prestar.

Aterrizando esta situación a la realidad: una entidad bancaria va al mercado de bonos, emite cédulas hipotecarias y con lo obtenido da una hipoteca a 25 años. Lo habitual es que esa hipoteca esté financiada con la emisión de dicha cédula hipotecaria a 10 años, período inferior al de la hipoteca concedida, durante el cual los intereses que paga el prestatario de la hipoteca constituyen la rentabilidad de la cédula. Si al vencimiento de la cédula hipotecaria el bonista no renueva el bono el banco se encuentra con un problema de liquidez. Parece que no resulta procedente pedirle al hipotecado que le devuelva el dinero para pagarle al bonista. Llegados a este punto el banco tiene un preocupante problema de liquidez. No quita para que la entidad sea solvente o tenga rentabilidad (Anchuelo & García, 2010).

El problema es que en una entidad bancaria hay tres variables que no se pueden separar ya que son como el cuerpo humano: liquidez, acceso a los mercados y refinanciación de la deuda. Las tres van juntas.

La misma situación es extrapolable a los países con crisis de deuda. De una extraordinaria accesibilidad al crédito se pasa al polo opuesto con los efectos que ello conlleva para el resto de la economía que ve su incapacidad para adaptarse, y con el riesgo de impago de deuda, especialmente si las posiciones acreedoras no están por la labor de adaptarse a soluciones realistas aceptando quitas.

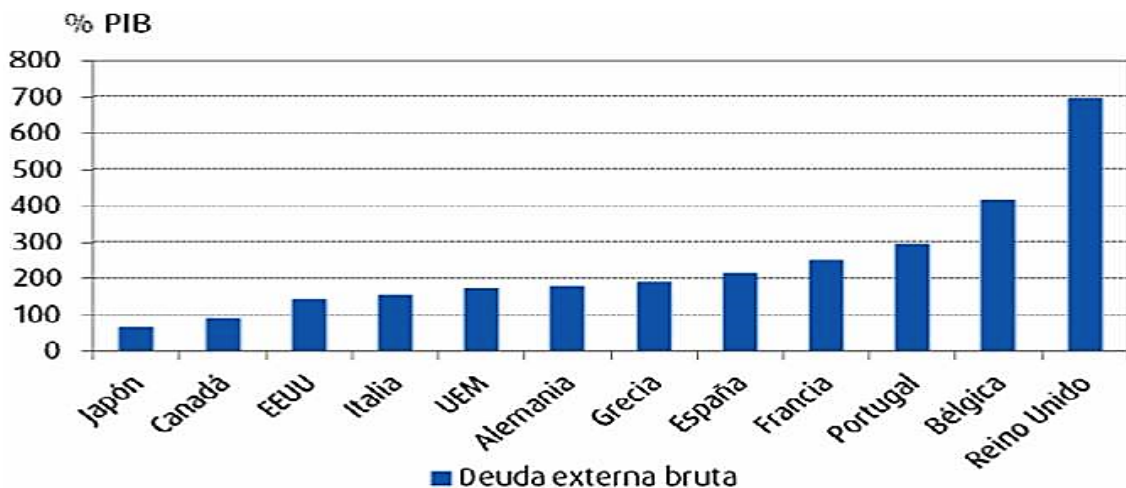
3.2. ACCESO A LOS MERCADOS

El problema de los mercados es en parte el euro, que ha creado un efecto de distorsión. La implantación del euro en 1999 supuso para muchos europeos la luz al final de un oscuro túnel o lo que algunos han denominado como la redención del pecado original. El pecado era emitir deuda en moneda extranjera. Para el inversor extranjero el mercado español presentaba dos inconvenientes:

- A. La peseta representaba un mercado muy estrecho y pequeño.
- B. Debía de estar dispuesto a asumir el riesgo cambiario.

Ante de la entrada de España a la CEE y su consecuente adopción del euro, era frecuente la devaluación de la moneda (peseta), como instrumento de ajuste. La devaluación conlleva una quita al bonista que ha invertido. En consecuencia, el bonista pierde en capacidad de compra el porcentaje de la devaluación. Por todo ello la peseta no venía siendo el tipo de moneda preferida por el inversor internacional (Díez, 2012). La entrada en el euro es la luz al final del túnel.

Gráfico 7: Pasivos exteriores



Fuente: FMI(2012)

De esta forma emitimos todo nuestro pasivo en euros, se elimina el riesgo de devaluación, y en consecuencia dejamos de tener un nivel de endeudamiento excesivo, como puede verse en el gráfico 7, en que la deuda bruta europea no se aleja en exceso de la de Estados Unidos, (con la salvedad del Reino Unido⁶, caso particular, ya que representa un paraíso fiscal para operaciones financieras

⁶ UK mantiene la independencia financiera e incluso cultural como parte de la estrategia del Banco de Inglaterra de cara a sus buenas relaciones económicas con EEUU, principal socio, a través del dólar.

internacionales, es centro financiero del euro y además está fuera de la zona de influencia. Reino Unido defiende una Europa de dos velocidades, como viene siendo tradicional en su forma de hacer las cosas).

En el resto de los países se ve como España no tiene un problema de elevados pasivos exteriores, sí y solo sí, el euro sigue siendo la moneda de referencia.

Si hay una ruptura del euro esos pasivos se tendrían que redenominar.

En el caso de que Grecia, con todo el activo y pasivo de su economía denominado en euros, hubiera decidido salir del euro, parece lógico que el activo lo habría tenido que poner en la nueva moneda en circulación. Sin embargo, si las deudas con el exterior las deja en euros, la depreciación de la divisa sufrida por Grecia habría aumentado el stock de deuda (Caldas, 2013). Por lo tanto, si antes de salir de la UE ya tenía problemas para pagar, una vez fuera le habría sido imposible hacer frente a sus pagos.

En este tipo de situaciones lo habitual es redenominar todas las deudas pasándolas a la nueva moneda local (Lapavitsas et al., 2011). La consecuencia es que el bonista, principal financiador en la sombra, siempre paga las consecuencias asumiendo la correspondiente depreciación.

Al hilo de lo anterior y como dato histórico referencial, es interesante recordar, el gran default⁷ histórico que se produjo como consecuencia de la segunda guerra Mundial. La Gran Depresión era una realidad y Roosevelt se enfrenta a la tesitura de la toma de decisiones para reactivar la economía. Keynes le aconseja la devaluación de la divisa para generar una inflación controlada, con idea de fomentar el crecimiento y la exportación. El problema, cosas de la política, era que la devaluación contra el oro llevaba aparejado un aumento del stock de deuda, al estar los bonos emitidos indexados al oro.

El resultado final fue una devaluación del 70%, previa eliminación por ley de la indexación al oro materializada a través la “cláusula dorada”⁸. A partir de este momento los bonos estarían indexados al dólar. Todo ello supuso para el bonista

⁷ Un default financiero, impago de la deuda o suspensión de pagos surge cuando una persona u organización no puede afrontar el pago de los intereses o del principal de una deuda cuando llega el vencimiento.

⁸ Roosevelt consigue la aprobación de una resolución conjunta de ambas cámaras del congreso invalidando la “cláusula dorada” en virtud de la cual si alguien debía US\$20,67 antes de la devaluación, tendría que pagar US\$35 después, de forma que el acreedor recibiera el equivalente a una onza de oro.

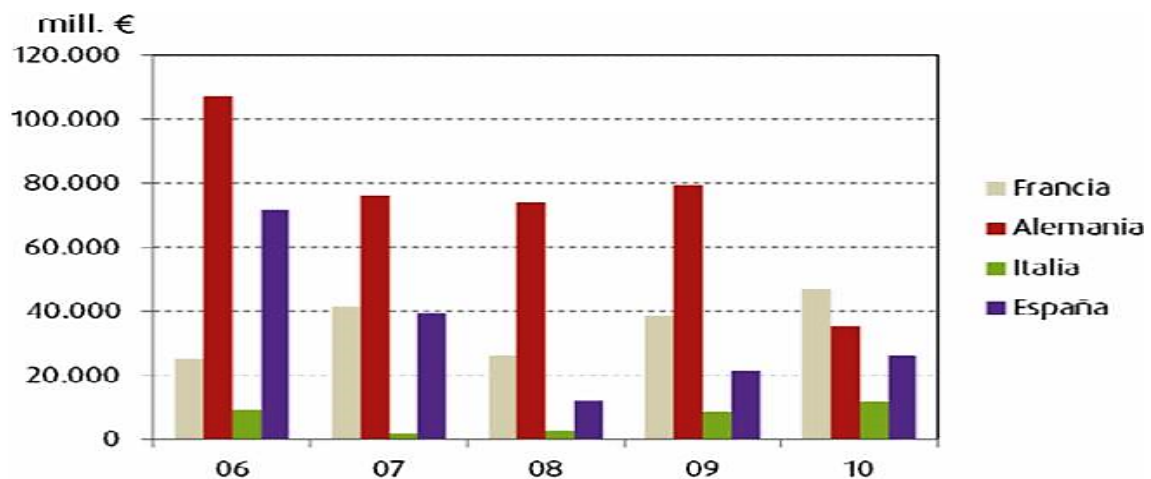
una quita del 70%, porcentaje que representaba el 80% del PIB americano de la época (Alonso, 2018; Edwards, 2018)

3.3. REFINANCIACIÓN

El mercado de emisiones anteriormente mencionado es el de cédulas hipotecarias⁹. Es un mercado de máxima calidad crediticia. Después de la deuda pública es el activo con menos probabilidad de impago de un país, pudiéndose dar el caso de impago de bonos del Tesoro manteniéndose el pago de la cédula como llegó a ocurrir en Grecia tal como comenta Diez Gangas (2013). De hecho, durante la peor crisis de la historia, en la segunda guerra mundial, ninguna cédula hipotecaria europea incumplió pagos. La tasa de morosidad de las cédulas era cero.

Los créditos concedidos por la banca española al pequeño consumidor unido a su baja morosidad garantizaban el proceso emisión de cédulas, que en una gran mayoría eran adquiridas por inversores extranjeros, especialmente alemanes,

Gráfico 8: Emisiones de cédulas



Fuente: FMI(2010b)

propiciándose de esta forma la concesión de más crédito que alimentaba la creación de una burbuja crediticia e inmobiliaria.

El problema es que este tipo de activos ha mostrado una tendencia a la baja de forma progresiva por parte de los emisores, como se puede ver en el gráfico 8,

⁹ Las cédulas hipotecarias son títulos emitidos por entidades financieras que pagan un interés fijo y que tienen como garantía la totalidad de los créditos hipotecarios concedidos por la entidad que los emite

a pesar de que desde 2007 ninguna entidad europea emisora de cédulas hipotecarias llegó a incumplir pagos. En el caso de España llegamos a emitir 70.000 millones de euros en cédulas en el año 2006, apenas un 30% menos que Alemania, cuyo balance triplicaba el correspondiente al sistema bancario español, siendo junto con las titulaciones hipotecarias el motor de financiación de la economía. De ahí pasamos a emitir 40.000 millones en 2007, 10.000 en 2008, 20.000 en 2009, 30.000 en 2010, estando en 2011 en torno a 30.000. Idéntica evolución se produjo en el resto de países endeudados. La situación en 2011 fue que prácticamente ningún banco español emitió desde el mes de Abril, es decir, este mercado estuvo cerrado desde el mes de Abril, reforzando este fenómeno, y dando pie a un gran parón crediticio que propició la recesión (Domingo et al, 2012).

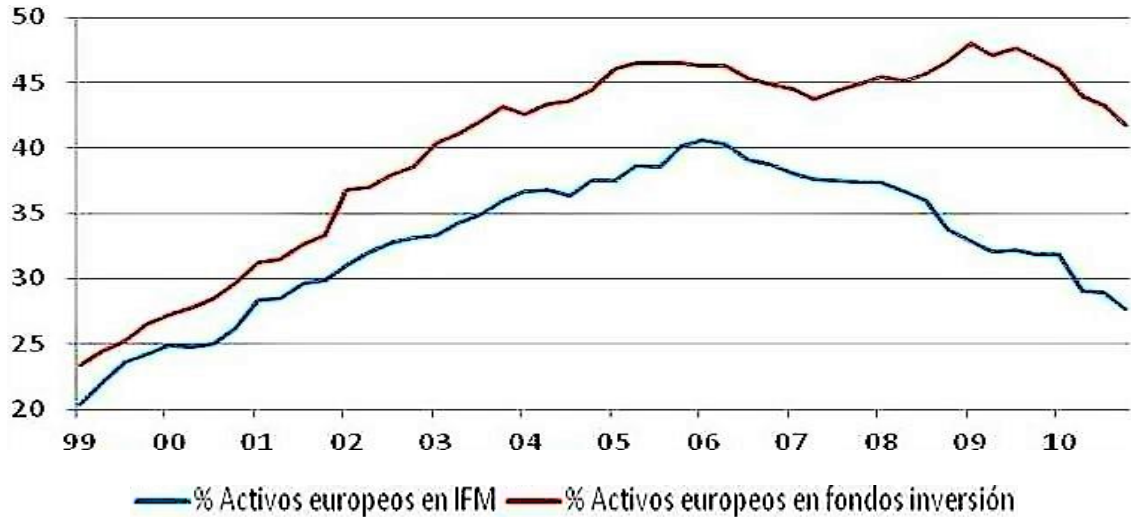
Un banco europeo sin garantía, (la cédula contaba con la garantía de la entidad financiera emisora, reflejada en su balance), estaba emitiendo bonos, el que podía, a Euribor más 300 puntos básicos. Era difícil asumir que una economía pudiera funcionar con la banca emitiendo a un coste de financiación semejante. Hablamos de bancos europeos, no españoles. Es decir, se ha colapsado el mercado para todos, no sólo para los PIGS antes mencionados. A partir de aquí la deuda pública a corto plazo se convierte en el refugio del inversor internacional, quedando los mercados monetarios y de divisas en mínimos históricos que dan lugar al colapso comercial a nivel global (D Gangas, 2013).

El gráfico 9 refleja lo que está ocurriendo en Europa en este intervalo de tiempo. La línea azul son los bancos europeos y la línea roja son los fondos de inversión. Ambas líneas reflejan los porcentajes que cada banco o fondo de inversión tienen en activos de la eurozona que no son de su país.

De niveles del 20 al 25% pasamos a niveles del 40-45%. Aproximadamente a partir de 2006 los bancos inician un proceso de desapalancamiento (Fmi, 2009) sin precedentes casi llegando al límite, mientras que los fondos de inversión a pesar de haber empezado más tarde mantienen un ritmo muy rápido. Es evidente el trasvase de capitales desde países excedentarios en lo que a ahorros se refiere a países deficitarios o con mayores primas de riesgo. La conclusión que

refleja el fenómeno es que en Europa se está renacionalizando el dinero (Díez, 2012).

Gráfico 9: % activos bancarios Eurozona



Fuente: BCE(2011)

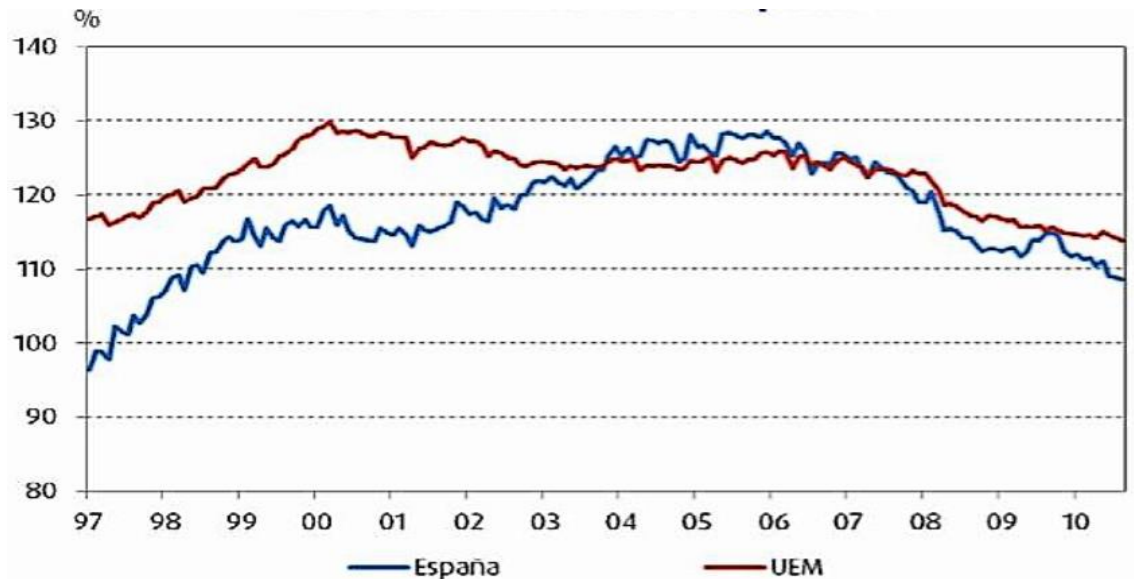
Fruto de la desintegración financiera que crea ese desapalancamiento, si el stock de deuda estaba denominado en una divisa y los flujos dentro de esa área monetaria no circulan por la pérdida de confianza del inversor, la conclusión es que esa deuda es insostenible. Las implicaciones de esta situación tanto para la banca española como para el ciudadano de a pie se reducen a algo tan sencillo como directo: no hay crédito.

La refinanciación de los vencimientos del stock de deuda externa era otro hándicap como ya se ha comentado con el mercado de cédulas. Si una entidad bancaria, la que sea, tiene un crédito sobre depósitos, financiado en el mercado mayorista, por encima de la media o en torno a ella, pero tiene más crédito concedido que depósitos, en el caso de que llegara el vencimiento del bono y la entidad incumpliera pagos, dicha entidad, a menor escala sería Grecia o Lehman Brothers, por buscar una similitud, debido a la imposibilidad de atender los vencimientos, que en consecuencia no se renovarían.

Llegados a ese punto, la banca, con buen criterio, lo que hace es ahorrar preparándose para los vencimientos, de forma que pueda disponer de liquidez y reflejar ese dinero en su balance. La incertidumbre de si va a poder refinanciar el principal ante la proximidad del vencimiento es máxima, y la posibilidad de que ello no fuera posible da lugar a la necesidad de disponer de ese dinero en caja a costa de lo que sea necesario. En este caso a costa del crédito.

La cuestión de donde va a parar ese proceso de desapalancamiento y a qué velocidad se va a realizar va a ser determinante en multitud de países, dada la contracción de la demanda efectiva que conlleva y el riesgo de deflación consecuente, ya sea España, Italia o Estados Unidos. No se debe de perder la perspectiva de que se trata de una crisis global.

Gráfico 10: Ratio de crédito sobre depósitos



Fuente: Banco de España

Algunos datos destacables en este período reflejan como la deuda pública italiana era cinco veces el tamaño de Lehman Brothers, con una deuda pública en 2012 cercana al 130% de su PIB (D Gangas, 2013). No está de más recordar que el colapso de la deuda pública de un país lleva aparejado el colapso de la deuda bancaria.

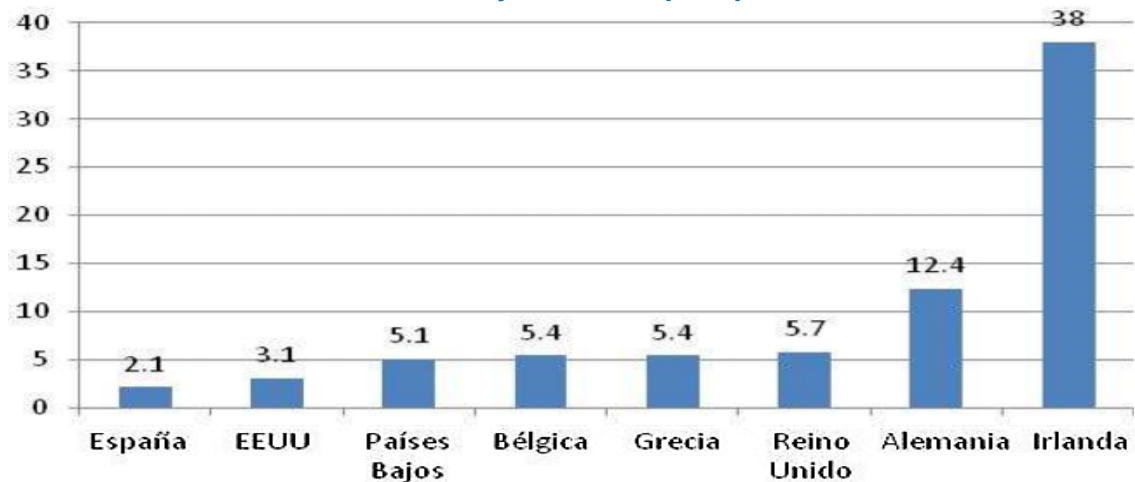
Si los bancos italianos no pueden financiar sus vencimientos a corto plazo están yendo contra el banco central europeo. Para hacernos una idea de la magnitud del problema, si sumamos todo, el tamaño de la banca italiana y del estado italiano, el resultado es quince veces Lehman Brothers.

En cuanto a la velocidad de contagio: desde que quiebra Lehman hasta que colapsa el sistema monetario mundial pasaron veinticuatro horas, y desde que colapsa este hasta que lo hace el sistema de comercio mundial pasó una semana.....

3.4. RECAPITALIZACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO

En cuanto a la recapitalización del sistema bancario, se hace necesario hacer hincapié en la depuración de los activos dañados como forma de evitar la generalización del problema poniendo en el punto de mira a las entidades. Si el problema es que la valoración del activo da lugar a un desajuste en el balance por falta de capital, la solución sería analizar caso por caso para poder depurar con mayor precisión e identificar las entidades con capitalización débil. En España, por poner un ejemplo, pueden ser los activos inmobiliarios los que se hagan necesarios sacar del balance, mientras que en otros países pueden ser otro tipo de activos (Fmi, 2009)

Gráfico 11: Ayudas de capital público



Fuente: FMI (2010b)

La exigencia generalizada de un 9% de capital no parece ser la solución definitiva, y según Gangas (2011) “los test de estrés solo está sirviendo para eliminar el estrés de los supervisores financieros” . Por dar datos reales, en el período analizado Alemania se había gastado en esta crisis bancaria el 12% de su PIB, Japón el 14% y Méjico en el 94 se gastó el 18%, datos que reflejan una de las peores crisis bancarias de la historia.

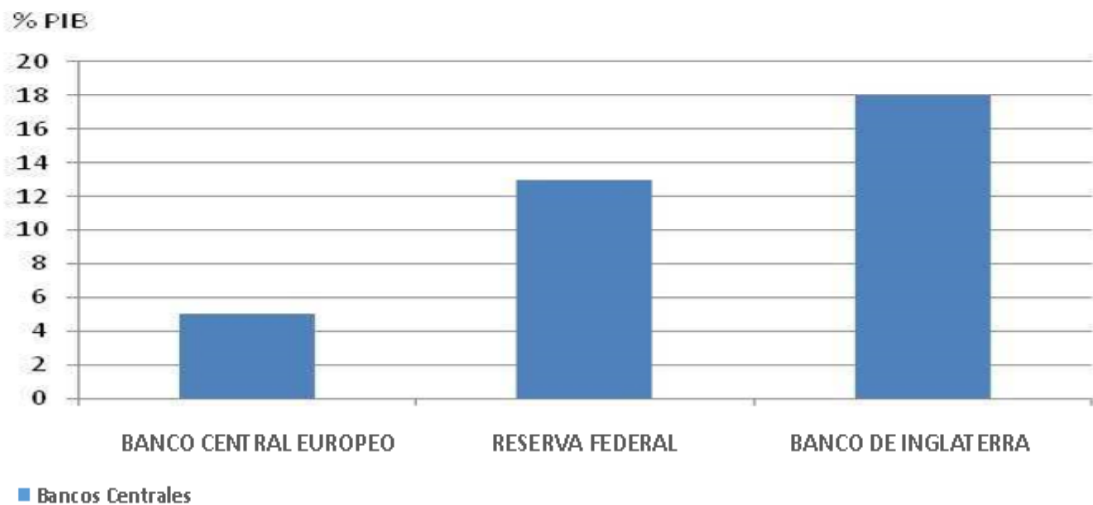
En cuanto a las posibles vías de solución o salidas a la crisis, las alternativas que se barajaban desde Alemania con respecto a Grecia pasaban por dos posibles y sencillas opciones que calificaríamos como solución A(Ortiz, 2011):

- a) Aceptar una quita de un porcentaje de la deuda correspondiente, o bien

- b) Aceptar la salida del euro y el impago del 100% como hizo Islandia, con el coste que ello conllevaría para todos.

Obviamente no se trata de soluciones complejas desde el punto de vista económico. Lo complicado en cualquier caso es hacérselo asumir al contribuyente.

Gráfico 12: Bonos en el activo del Banco Central



Fuente: FMI (2010b)

Cualquiera de ambas opciones con respecto a Grecia, habría sido asumible, ya que toda la deuda griega suponía un 2% del PIB europeo, en cuyo caso la salida de Grecia del euro habría sido viable no constituyendo su situación una amenaza para la Eurozona.

Sin embargo, las mismas opciones con respecto a Italia, cuya deuda pública en 2012 superaba el 120% de su PIB, habrían sido completamente inviables, siendo el país con mayor riesgo sistémico. En el caso de Italia la solución B habría pasado por una inyección de dinero en el sistema que propiciara crecimiento e inflación. Meter dinero en el sistema se puede realizar a través de dos alternativas:

- I. Mediante la reactivación vía inyección desde el BCE a través del acceso ilimitado a las subastas de liquidez (Cassinello Plaza, 2013)
- II. A través de la trampa de la liquidez bancaria en virtud de la cual si pido préstamos a los bancos el dinero se queda dentro de los bancos. La política monetaria se vuelve ineficiente para estimular consumo e inversión, siendo para algunas empresas más rentable desendeudarse o

repartir beneficios, que afrontar nuevas inversiones. Mediante este mecanismo el Banco Central inunda el sistema bancario de liquidez. Sin embargo, dado que la situación del sistema acusa síntomas de insolvencia no se llega a canalizar el dinero hacia empresas y familias produciéndose un retorno del mismo al Banco Central. La masa monetaria crece, pero no circula. A pesar de aparentar abundancia monetaria, ni empresas ni familias llegan a conseguir la financiación que buscan, produciéndose un colapso en la economía (Moya & Gutiérrez, 2012).

Consecuencia del proceso de desapalancamiento anteriormente mencionado y descrito por Gangas (2011), es que el inversor encontraría un exceso de demanda de bonos alemanes, más apreciados y seguros, aunque apenas rentables, por la repatriación del ahorro excedentario de sus ciudadanos, y un exceso de oferta de bonos españoles e italianos, países con mayores endeudamientos que inspiraban mayor desconfianza. Ese exceso de oferta propiciaba una lógica caída del precio de los bonos. La solución habría pasado por la lógica eliminación del exceso de bonos del mercado para estabilizar el precio de los mismos en España e Italia.

La consecuencia final de toda esta situación se reducía a una sencilla lógica contable (Luca Pacioli (Morantes, 2019)) con la finalidad de ajustar, en virtud de la cual, si baja el valor del activo, tiene que bajar el del pasivo, de forma que cuando finalmente se proceda al ajuste quede capital.

Aterrizando esta ecuación a la realidad financiera del momento: si está cayendo el precio de los activos y como consecuencia cae el valor global del activo, la consecuencia es que alguien tiene que pagar en el pasivo para poder llegar al ajuste. Lo normal en este tipo de situaciones es que la deuda finalmente se socialice, y sea el contribuyente de los países acreedores (alemanes, japoneses...) quien termine haciéndose cargo del desajuste para volver a equilibrar el balance. Socializar la deuda suele significar que el gobierno da prioridad al pago de la misma por delante de las obligaciones del Estado con los ciudadanos, dando lugar a subidas de impuestos, recorte de prestaciones y servicios y bajadas en los salarios.

Como dato paradójico a toda esta situación resulta sorprendente observar como Alemania, principal precursor de la austeridad en beneficio del proyecto europeo no ha cumplido el compromiso del 60% de deuda pública¹⁰ (Corral, Cantos, Rico, Díaz, & Suárez, 2003; Fmi, 2010a) desde que entró en el euro. Dato que lógicamente provoca la sorpresa e indignación de países como Finlandia que vienen cumpliendo dicho compromiso año tras año.

Tabla 1: Incumplimiento Pacto Estabilidad y Crecimiento

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	PEC incum
Grecia	Deuda	-3,1	-3,7	-4,3	-4,8	-5,7	-7,4	-5,3	-6,1	-6,7	-9,8	-15,5	-10,4	24.0
	Déficit	100,5	103,4	103,7	101,5	97,3	98,8	100,3	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8	
Italia	Deuda	-1,8	-0,9	-3,1	-3,0	-3,5	-3,6	-4,4	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	-4,5	20.0
	Déficit	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,9	105,9	106,6	103,6	106,3	116,1	119,0	
Alemania	Deuda	-1,5	1,3	-2,8	-3,7	-4,1	-3,8	-3,4	-1,6	0,3	0,1	-3,1	-3,3	18.0
	Déficit	61,3	60,2	59,1	60,7	64,4	66,2	68,5	67,9	65,0	66,4	74,1	84,0	
Austria	Deuda	-2,4	-1,9	-0,2	-0,9	-1,7	-4,6	-1,8	-1,7	-1,0	-1,0	-4,1	-4,6	15.0
	Déficit	67,3	66,5	67,3	66,7	65,8	65,2	64,6	62,8	60,7	63,8	69,6	72,2	
Eurozona	Deuda	-1,4	0,0	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,7	-2,0	-6,3	-6,0	15.0
	Déficit	71,9	69,3	68,3	68,1	69,3	69,7	70,3	68,6	66,4	70,1	79,7	85,8	
Bélgica	Deuda	-0,6	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-2,7	0,1	-0,3	-1,3	-5,9	-4,1	14.0
	Déficit	113,7	107,9	106,6	103,5	98,5	94,2	92,1	88,1	84,2	89,6	96,2	96,7	
Francia	Deuda	-1,8	-1,5	-1,7	-3,3	-4,1	-3,6	-3,0	-2,4	-2,8	-3,3	-7,6	-7,1	12.0
	Déficit	58,9	57,4	56,9	59,0	63,2	65,0	66,7	64,0	64,2	68,2	79,0	82,3	
Portugal	Deuda	-0,9	-1,1	-2,4	-1,0	0,0	-0,2	-2,5	-0,4	-3,2	-3,5	-10,1	-9,1	10.0
	Déficit	49,6	48,5	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83,0	92,9	
Holanda	Deuda	0,4	2,0	-0,3	-2,1	-3,2	-1,8	-0,3	0,6	0,3	0,4	-5,5	-5,3	6.0
	Déficit	61,1	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,3	58,2	60,8	63,7	
Irlanda	Deuda	2,6	4,7	0,8	-0,5	0,3	1,3	1,7	2,9	0,1	-7,3	-14,2	-32,0	5.0
	Déficit	48,0	37,5	35,2	31,9	30,7	29,1	27,1	24,7	24,9	44,4	65,2	94,9	
España	Deuda	-1,4	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,1	-9,2	5.0
	Déficit	62,4	59,3	55,5	52,6	48,7	46,2	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1	
Finlandia	Deuda	1,6	6,8	5,0	4,0	2,3	2,1	2,5	3,9	5,2	4,1	-2,8	-2,8	0.0
	Déficit	45,7	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,3	48,4	

International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011

Fuente: elab. propia a partir de datos del FMI, World Economic Outlook Database(Fmi, 2010a)

Igualmente, y para sorpresa de la comunidad europea todas las ayudas públicas de Alemania al sistema bancario tampoco han pasado por el déficit público, algo que algunos han calificado como un alarde de ingeniería fiscal.

¹⁰ El Pacto de Estabilidad y Crecimiento fija un valor máximo de referencia para el déficit público (3% del PIB) y la deuda pública (60% del PIB)

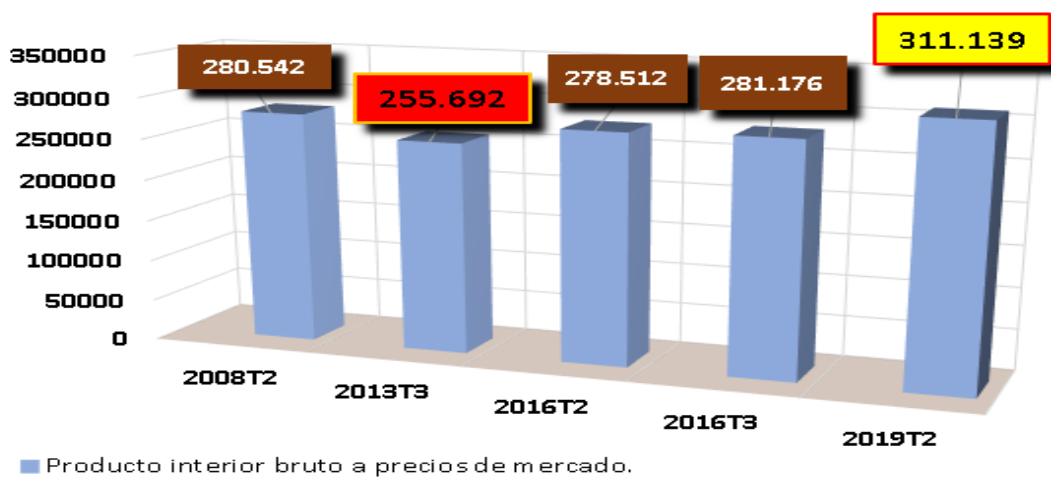
4. ESPAÑA ¿DONDE ESTAMOS HOY? INDICADORES

Con respecto a España, una vez transcurrido un período de tiempo suficientemente amplio a partir de lo anteriormente visto y en base a las medidas entonces aplicadas analizamos ahora una serie de indicadores económicos con el fin de poder obtener conclusiones sobre la situación a día de hoy. Para ello tomamos tres referencias:

- los mejores resultados obtenidos en el período 2007/2008.
- los peores durante la crisis posterior.
- los datos actuales correspondientes a 2019.

4.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO

Gráfico 13: PIB Trimestral en Millones de Euros

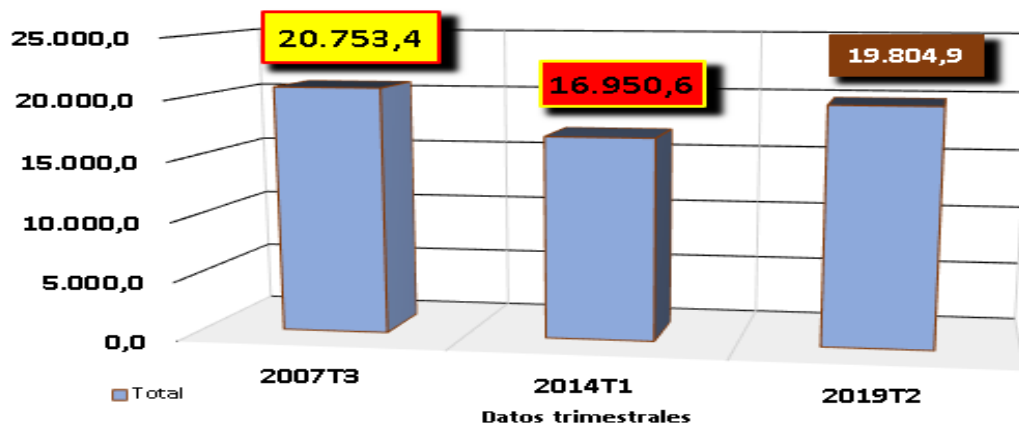


Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE(2019d)

Era el verano de 2017 cuando el FMI alababa el “impresionante crecimiento” de la economía española, a pesar de precisar la necesidad de nuevos ajustes (Viaña, 2016). Se materializaba un ritmo de crecimiento del 3% por tercer año consecutivo. Tal como refleja el gráfico, es entre el segundo y tercer trimestre de 2016 cuando se consiguen igualar los niveles del PIB de 2008 previos al estallido de la burbuja inmobiliaria. A partir de ahí y hasta el segundo trimestre de 2019 dicho nivel es un 10,9 % superior respecto a 2008 gracias sobre todo a los sectores turismo, exportaciones y servicios, tal como señalan numerosos analistas (Vega, 2019). Es un dato positivo, aunque insuficiente para hablar de salida de la crisis y que necesita ser contrastado con el resto de indicadores para ver si mantienen la misma tendencia con respecto a 2008.

4.2. EMPLEO

Gráfico 14: Ocupados en millones



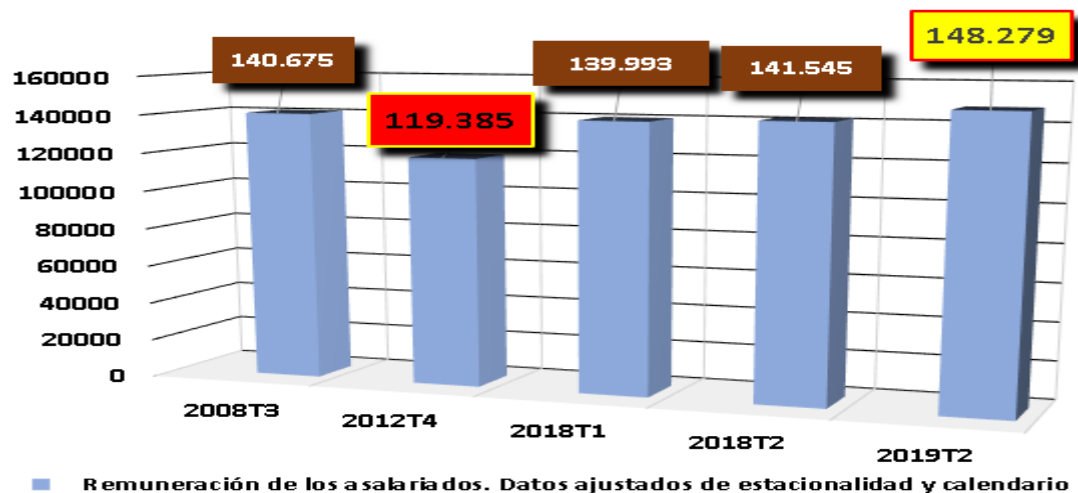
Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE(2019c)

Doce años después del record de 20.753 millones de ocupados en 2007, seguimos sin haber recuperado dicho nivel. De los 3.8 millones de empleos destruidos entre el máximo registrado 2007 y el mínimo de 2014 se han recuperado 2.8, lo que se traduce en una recuperación del 73.6 %. El mayor contraste con respecto al crecimiento del PIB radica en el hecho de que este no ha ido acompañado de un aumento proporcional y simultáneo del empleo (Llamas, 2018)

4.3. RENTAS SALARIALES

La pérdida de capacidad adquisitiva del asalariado consecuencia del el reparto de la renta a lo largo de la crisis (Defensor del Pueblo, 2017). Pérdida

Gráfico 15: Remuneración asalariados



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE(2019e)

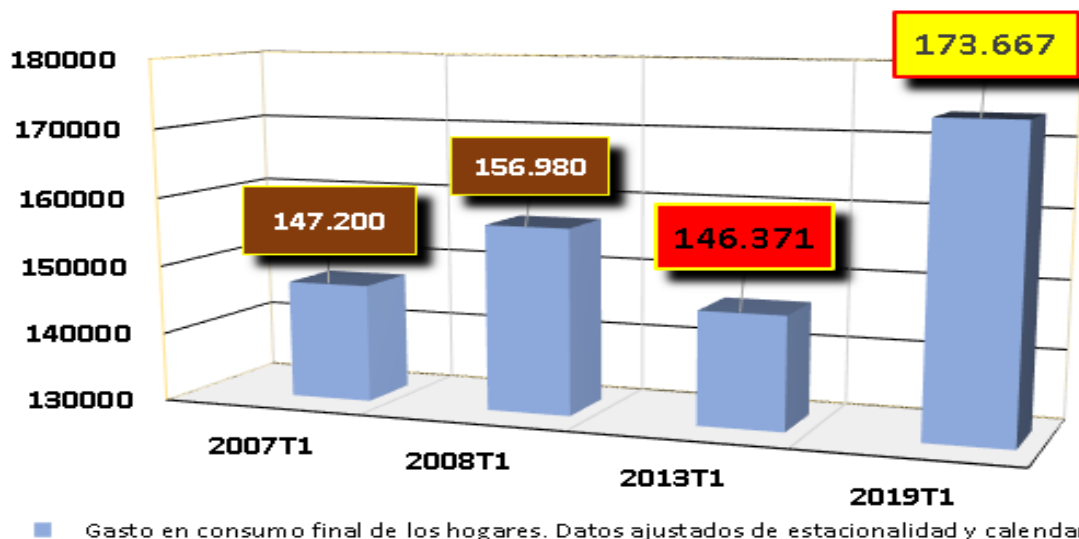
de capacidad adquisitiva que se ha destinado a la remuneración del capital en forma de intereses de activos y beneficios empresariales.

Sin embargo, a pesar de que el empleo todavía no ha alcanzado los niveles previos a la crisis, el mercado laboral evoluciona de forma positiva fomentando el consumo y en consecuencia la actividad económica, dato que se ve confirmado en el indicador de rentas salariales a partir del primer y segundo semestre de 2018 en el que además de igualar el nivel de 140.675 millones previos crisis se confirma la tendencia positiva hasta el segundo trimestre de 2019 con 148.279 millones, lo que supone un 5.4% sobre el máximo de 2008.

4.4. CONSUMO & AHORRO

Aquellos que siguen manteniendo niveles de renta previos a la crisis se ven motivados a consumir más animados por el optimismo económico general, y de igual forma los que se vuelven a incorporar al mercado laboral, o lo hacen por primera vez, también se suman a esta inercia positiva a pesar de la bajada del nivel salarial. Los 173.667 millones de gasto actual del primer trimestre de 2019 superan en un 10'63 % el nivel máximo de 2008, lo que nos permite confirmar la tendencia positiva del gasto familiar de cara al consumo.

Gráfico 16: Consumo hogares

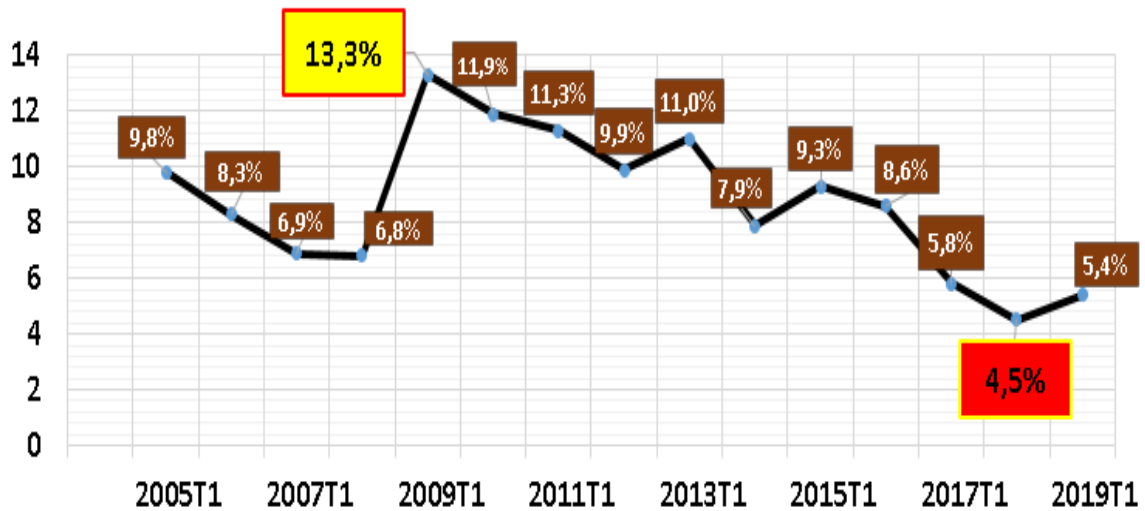


Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE(2019a)

Como contrapunto al optimismo del dato anterior, si entre 2013-2015 se observaba como medida de precaución una tendencia al incremento del ahorro superior a 2007 (López-Laborda, Marín, & Onrubia, 2018), la tendencia se

invierte a partir de aquí, manifestándose en el correspondiente descenso de la tasa de ahorro a costa del consumo (Jorrín, 2019).

Gráfico 17: Tasa ahorro hogares



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE(2019f)

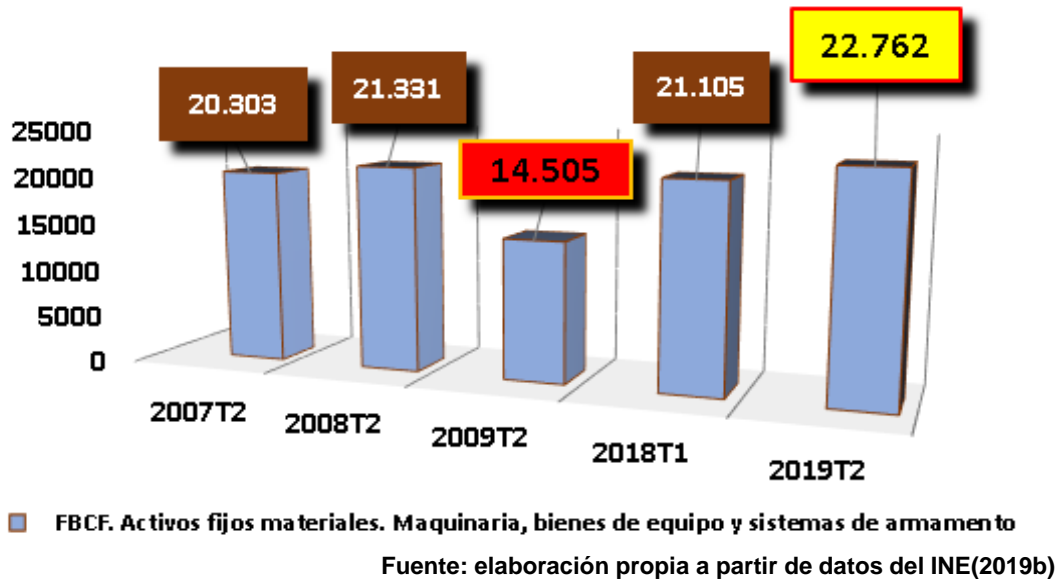
Desde el máximo de 13.9 % registrado en el primer trimestre de 2009 hasta hoy, ha sido el ahorro el que en buena medida ha financiado buena parte del crecimiento del consumo privado haciendo patente la disminución de poder adquisitivo de los hogares. Y todo ello aún a pesar de la fuerte creación de empleo registrado desde 2014 hasta el segundo trimestre de 2019. La creencia generalizada de que el aumento del empleo automáticamente conlleva un aumento del consumo no siempre implica coherencia si no se respalda de otros factores como los salarios.

La tendencia generada por la disminución del ahorro también genera otro efecto secundario negativo, que no es otro que un nuevo aumento del endeudamiento. Suelen ser positivas las fases primarias de la recuperación caracterizadas por un crecimiento basado en el incremento del consumo y la generación de puestos de trabajo siempre que no se dé lugar a una desestabilización originada por la caída continuada del ahorro.

4.5. INVERSIÓN EMPRESARIAL

Si la caída continuada de los niveles de ahorro es un hecho, se hace necesario que entren en escena otros motores como la inversión empresarial que tomen las riendas del crecimiento rompiendo el círculo basado en el consumo familiar.

Gráfico 18: Inversión empresarial



De esta forma se potencia el crecimiento del PIB, lo cual no venía siendo habitual en España.

En cuanto a la inversión empresarial, a pesar del crecimiento al alza desde el mínimo de 14.505 millones de 2009, ha llevado todo un decenio igualar los niveles máximos del segundo trimestre de 2008, encontrándonos en el segundo trimestre de 2019 con que las empresas destinan 22.762 millones a la inversión en bienes de equipo, lo que supone un 6.7 % más por encima del máximo de 2008. Contribuyen a lo anterior la reducción de costes de financiación, secundado por un buen comportamiento de la demanda final y una alta utilización de la capacidad productiva como aseguró el propio gobernador del Banco de España Luis M. Linde (Linde, 2018).

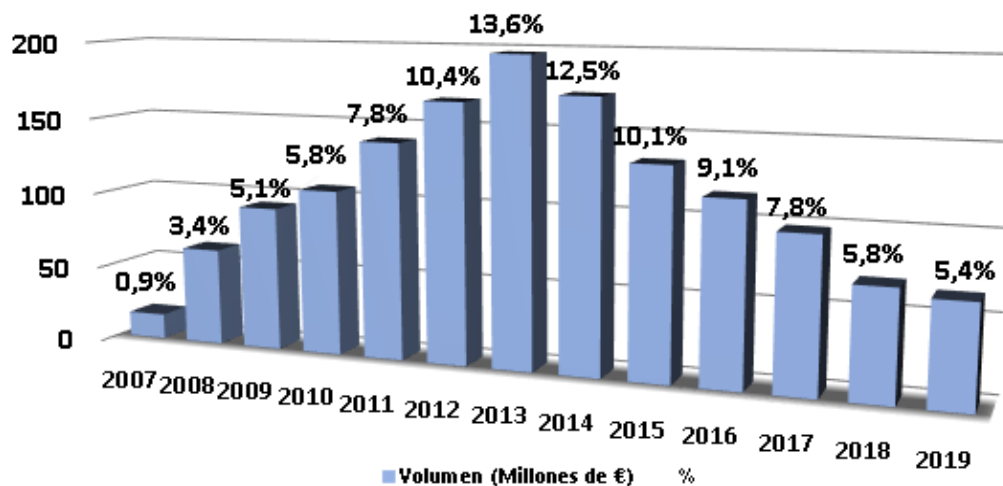
Obviamente se trata de un dato positivo que habla en favor de la salida de la crisis, pero con el que se debería de ser prudente, ya que apenas ha transcurrido un año desde que se igualaron los niveles máximos previos a la crisis.

4.6. TASA DE MOROSIDAD

Por otro lado, aunque la recuperación del consumo, incluso a costa de la disminución del poder adquisitivo y del ahorro, es un hecho contrastado, es importante subrayar que no se manifiesta con idéntica intensidad en los distintos niveles sociales. La precariedad del empleo, cada vez más temporal y de baja calidad salarial, así como el colectivo de parados de larga duración que ha

agotado las prestaciones por desempleo, constituyen un nicho de población que no llega a poder subirse al tren de la recuperación y que en muchas ocasiones pasa por auténticas dificultades para poder hacer frente al pago de su hipoteca, cuando no se ve abocado a la ejecución de la misma. Circunstancias todas ellas constatadas en el Informe anual de 2017 sobre Crisis económica y desigualdad (Defensor del Pueblo, 2017)

Gráfico 19: Tasa morosidad



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE

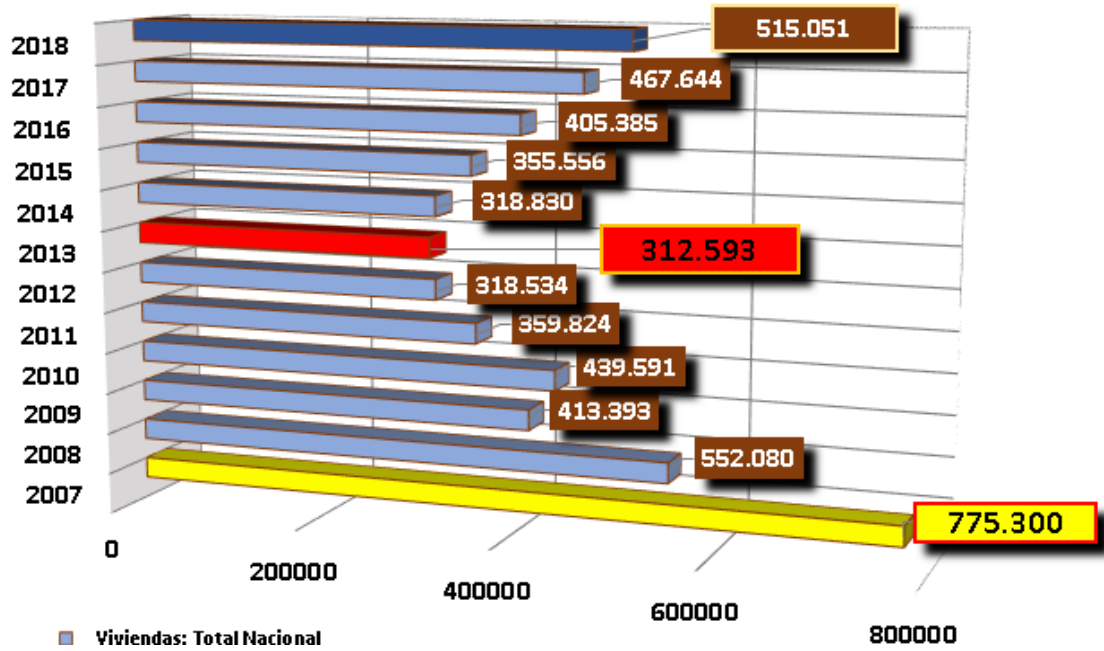
La caída de 8,2 puntos en la tasa de morosidad desde el máximo de 13,6 % registrado en el peor momento de la crisis hasta el actual 5,4 % refleja una importante recuperación. Aun así, seguimos estando muy por encima con respecto a niveles previos a la crisis, inferiores al 1 %, fundamentalmente por las dificultades de empresas y familias para hacer frente a la deuda.

4.7. CONSTRUCCIÓN & VIVIENDA

Constituye uno de los sectores cuyo buen funcionamiento es el reflejo de una positiva evolución de los anteriores indicadores, así como de la confianza de los diversos agentes económicos, siendo por ello de los últimos en subirse al tren de la recuperación económica.

La cifra record registrada en plena burbuja inmobiliaria fue de 775.300 viviendas vendidas en un año. Resultar absurdo pretender igualar el mismo nivel de ventas ya que implicaría cometer los mismos errores llevados a cabo entonces.

Gráfico 20: Venta viviendas



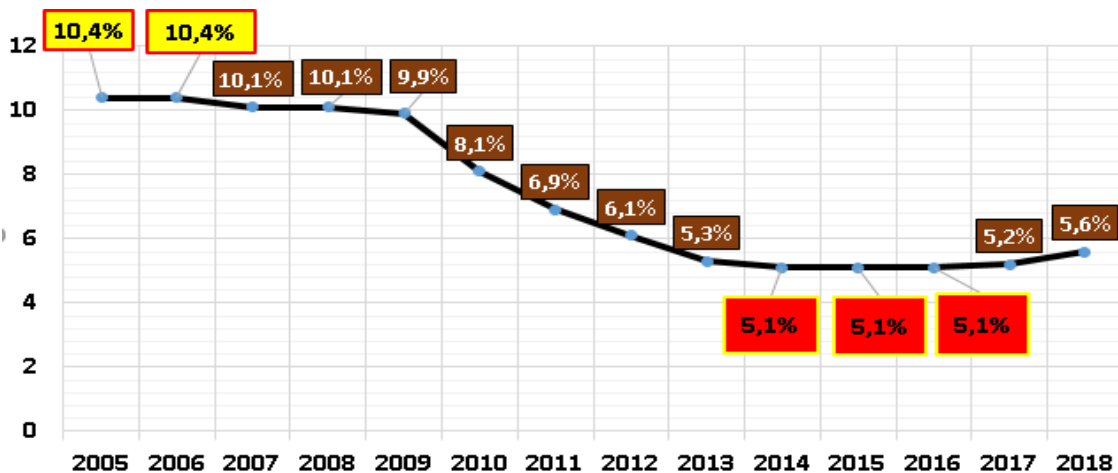
Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE(2019g)

A pesar de ello y tomando como referencia el mínimo de 312.593 viviendas vendidas en 2013, el incremento sobre el total de 515.051 vendido en 2018 es de 202.458, lo cual supone un 39,3 % sobre la cifra de 2018.

El monto total de compraventas según datos del Banco de España estuvo en 550.000 en 2018, muy inferior al registrado en la época de expansión inmobiliaria de 2004/05 en que se llegaron registrar 885.000 transacciones de viviendas (Alves & Urtasun, 2019).

En cuanto al peso de la construcción en el PIB, la aportación del 5,6 % como

Gráfico 21: Peso construcción en el PIB (%FBCF sobre PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Statista & Observatorio de la Construcción(2019)

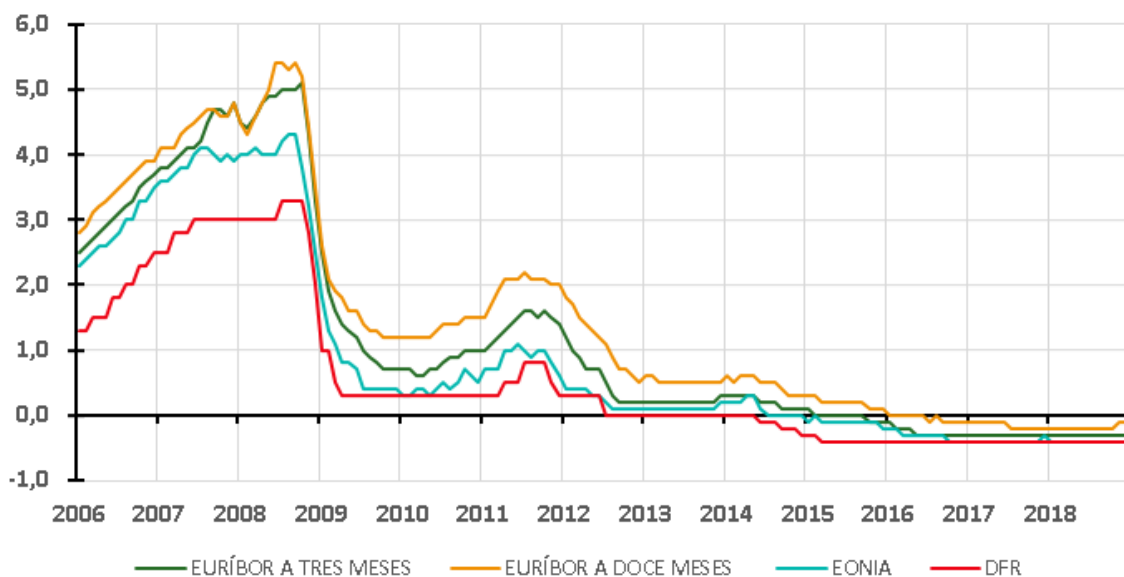
formación bruta de capital fijo, del sector al PIB en 2018, a pesar de seguir siendo muy pobre en comparación con los máximos previos a la crisis cercanos al 11% (Alves & Urtasun, 2019) ha sido algo superior a los tres ejercicios anteriores en los que permaneció estancado en el 5,1%, en línea con los países de nuestro entorno. Representa un indicio recuperación, aunque no lo suficientemente significativo como para afirmar como un hecho la salida de la crisis.

4.8. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

El tipo de interés es uno de los indicadores más controvertidos cuyo análisis debe ser estudiado con cierto detenimiento. Aunque a priori y a simple vista podríamos extraer conclusiones positivas tomando como referencia no sólo los años de la recesión sino también los de la época del boom crediticio en que los tipos superaban el 5%, tal como refleja el gráfico 22, sería fácil llamarse a engaño concluyendo que de la continuada bajada de tipos de interés promovida por el BCE se deduce una tendencia positiva que redundaría en beneficio del crédito hipotecario y del empresarial y/o familiar. Nada más lejos de la realidad.

Por un lado, es cierto que el BCE ha venido aplicando una política de reducción de tipos de interés con el objetivo de fomentar el consumo a través de la reactivación del crédito, pero también es cierto que la banca, a pesar de enfrentarse a una baja demanda de crédito solvente, tal como la propia banca

Gráfico 22: Tipos de interés oficial y de referencia



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España(2019)

argumenta, ha endurecido las condiciones de concesión del mismo amparándose en una estricta vigilancia del riesgo en previsión de repetir errores del pasado y como respuesta a las normativas impulsadas en Basilea II y III. En ambas se promueve un cálculo más ajustado de las necesidades de capital, así como una mayor diferenciación de los perfiles de riesgo.

Contribuye a reforzar este espejismo el fenómeno del interés negativo.

A raíz de la quiebra en 2008 de Lehman Brothers, el BCE decide remunerar los depósitos de las reservas, tanto las obligatorias legales mínimas como excedentarias, que los bancos realizan en el mismo, en un intento de frenar la emisión descontrolada de crédito, evitando de esta forma el préstamo interbancario a intereses inferiores y garantizando un menor riesgo.

Sin embargo, partir de un determinado momento, hacia 2016, lo prolongado de la recesión da lugar a la paralización del crédito. La consecuente reacción del BCE es penalizar con intereses negativos dichos depósitos en un intento por forzar la circulación del dinero/consumo a través de la reactivación del crédito (Arcila, 2018).

Las observaciones al respecto realizadas por el Banco de España señalan una clasificación entre entidades especialmente afectadas por la aplicación de los intereses negativos, debido fundamentalmente a una peor capitalización de las mismas, y aquellas otras mejor capitalizadas cuyos ingresos netos por intereses no han sufrido una influencia negativa al respecto. Del resultado del análisis de ambas el Banco de España confirma que las afectadas han endurecido las condiciones de crédito en mayor proporción que las no afectadas, no existiendo sin embargo diferencia en el volumen de crédito ofertado entre ambas sino en las condiciones aplicadas sobre el mismo (M. Bde, Óscar Arce et al., 2019). Empresas y familias sufren en consecuencia un endurecimiento del crédito, por parte de las entidades perjudicadas, a través vencimientos inferiores, préstamos más reducidos y un aumento simultáneo de las comisiones sobre los mismos, es decir, el efecto contrario al pretendido.

A día de hoy la transmisión de estos intereses negativos del BCE al sistema financiero se está empezando a traducir en una repercusión de los mismos hacia los depositantes, auténtica base financiadora por excelencia de la actividad crediticia bancaria. Entidades como Banco Sabadell o Bankia junto a otras ya

han anunciado a sus depositantes la aplicación de comisiones mensuales de 5 y 6 euros respectivamente para principios de 2020, en lo que muchos han calificado como un impuesto al ahorro. Pretender justificar el mantenimiento de los márgenes de intermediación a costa de gravar a los depositantes parece rondar el límite de lo éticamente razonable ya que la banca se nutre de los ahorradores como combustible y motor de su negocio.

La incertidumbre de futuro de mantenerse este tipo de política supone una auténtica incógnita de consecuencias impredecibles dado lo antinatural de la misma y los efectos perversos e inciertos que de ella se derivan.

5. CONCLUSIONES

Doce años han pasado desde que en 2007 el mundo asistiera a una de las peores crisis financieras y económicas a nivel planetario cuyos efectos siguen latentes a día de hoy como ha podido verse a través del análisis de los diversos indicadores. La polémica acerca de si hemos salido de la misma o seguimos arrastrando sus consecuencias sigue siendo un tema de amplio debate entre analistas y estudiosos (Hugh, 2014) . Sin embargo, en base a los datos analizados es posible afirmar sin ningún género de dudas que no sólo seguimos sufriendo sus efectos, sino que desde entonces buena parte de la economía mundial y en concreto, la española, han experimentado un punto de inflexión que marca un antes y un después.

En lo referente a la crisis en sí, son tantos los factores que contribuyeron a su desencadenamiento que rayaría lo absurdo cuestionarlos. El déficit en la disciplina regulatoria, los desequilibrios financieros prolongados, la baja inflación y las condiciones monetarias y fiscales laxas, el fomento de la caza y captura de rendimientos por parte de los inversores, la nula aversión al riesgo y el aumento desorbitado del precio de los activos serían los más destacables a nivel macroeconómico. A nivel microeconómico la infravaloración del riesgo y la aparición de sistemas financieros en la sombra con la finalidad de eludir el cumplimiento de la normativa en materia de exigencias de capital tampoco dan lugar a dudas (S Carbó Valverde, 2009).

La lección aprendida ha contribuido a una mejora de los sistemas de control gracias a nuevas normativas como Basilea III, la Unión Bancaria Europea, la revisión y aumento de las reservas obligatorias bancarias y los nuevos protocolos de actuación ante situaciones de alarma.

En lo referente al panorama bancario español la evidencia de un antes y un después queda claramente patente en la práctica desaparición de las cajas de ahorro consecuencia de su desastrosa gestión, así como su posterior conversión en fundaciones bancarias con las consiguientes ventas y/o traspasos a entidades dependientes como parte del proceso de reestructuración bancaria (Serrano, 2013).

La continua transformación del sector a través de la banca digital y del fenómeno fintech (Santiago Carbó Valverde & Rodríguez Fernández, 2016), como fusión de finanzas y tecnología, constituyen el nuevo balón de oxígeno para un negocio en el que la caída en los márgenes de intermediación y las nuevas políticas de intereses negativos del BCE hacen imposible mantener las pesadas infraestructuras del pasado. La reducción exponencial del número oficinas y la concentración bancaria traducida en un menor número de entidades son el caldo de cultivo perfecto que favorece la transición hacia un nuevo modelo de negocio, necesitado de nuevos servicios financieros para mantener márgenes y cuota de mercado.

Del análisis de los indicadores económicos estudiados nada nos permite concluir de forma contundente una salida de la crisis, si consideramos como tal la vuelta a niveles de 2006. A pesar de la positiva evolución de gran mayoría de los mismos nos encontramos que, o bien no se han igualado los niveles previos a la crisis, como es el caso del empleo, a pesar de su positiva evolución, o bien, aun habiéndose superado, existen contradicciones que ensombrecen lo positivo del dato. Es el caso del aumento del PIB por encima de valores pre-crisis a costa de una disminución en el empleo, o en su caso, el aumento del consumo también a costa de una disminución del ahorro. Factores todos ellos que no hacen sino confirmar que lejos de haber salido de la crisis, la economía se adapta a una evolución de la misma, en un momento menos agresivo tal vez, pero consecuencia de la misma y con unas perspectivas impredecibles o cuando menos inquietantes a día de hoy, dado lo convulso del actual panorama económico y político.

Extraer una conclusión global y por qué no, ética o moral, de todo lo visto y analizado en este trabajo, por encima de consideraciones económico financieras y análisis de datos, solo me lleva a concluir que el hombre de la crisis del 29, así como el de la de 2007 y el de tantos otros defaults históricos anteriores, no sólo se enfrenta a una crisis económica, social y política, sino también y probablemente como origen de todo, a una crisis ética (Argandoña, 2010), por encima del tiempo y los avances. La codicia, una y otra vez, como piedra de tropiezo constante a la que combatir, parte intrínseca de su esencia como hombre, capaz de lo mejor y lo peor, y con la que tendrá que vivir y sufrir.

BIBLIOGRAFÍA

- Abadía, L. (2008). La mejor explicación sobre la crisis financiera internacional. *El Manifiesto*. Disponible en <http://www.elmanifiesto.com/articulos.asp?idarticulo=1875>
- Abadía, L. (2009). *La crisis ninja y otros misterios de la economía actual*: Espasa.
- Alamá, L., & Fuertes, A. M. (2009). Cronología de la crisis económica y debilidades de la globalización. La economía española en el contexto internacional. *Economía y Sociedad*, 53, 1-14.
- Alonso, I. (2018). Atropello americano, por Iván Alonso. <https://elcomercio.pe/opinion/columnistas/atropello-americano-patron-oro-sebastian-edwards-ivan-alonso-noticia-554764-noticia/>
- Alves, P., & Urtasun, A. (2019). Evolución reciente del mercado de la vivienda en España. *Boletín Económico Banco de España*, 2, 2019.
- Anchuelo Crego, A., & García Díaz, M. (2010). *La economía edificada sobre arena: causas y soluciones de la crisis económica*: ESIC Editorial.
- Arcila, O. G. G. (2018). Tasas de interés negativas. *Editorial Mercatec* 54(54).
- Argandoña, A. (2010). La dimensión ética de la crisis financiera. *Mediterráneo Económico*, 18, 183-198.
- BCE. (2011). Monetary aggregates. Obtenido en https://www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/monetary_aggregates/html/index.en.html
- BE. (2017). Ayudas financieras al sector bancario español. Disponible en https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/Briefing_notes/es/notabe070917.pdf
- BE, M., Óscar Arce, Miguel, G.-P., & Sergio. (2019). Ajustes de las políticas crediticias en un contexto de tipos de interés negativos. *Boletín Económico BE*.
- Belda, A. N. (2008). La crisis financiera de Estados Unidos. *Boletín económico de ICE*.
- Bello, W. (2008). Todo lo que usted quiere saber sobre el origen de esta crisis pero teme no entenderlo. 5.
- Blackburn, R. (2008). La crisis de las hipotecas subprime. *New left review*, 50, 53-96.
- Caldas, J. C. (2013). ¿Cómo escapar de la trampa de la austeridad? . *Econo nuestra*, 167.
- Carbó Valverde, S. (2009). La dinámica de las tensiones financieras: causas y consecuencias. *Papeles de economía española*, 2-11.
- Carbó Valverde, S., & Rodríguez Fernández, F. (2016). Digitalización y preferencias por los medios de pago en España. *Papeles de economía española*, 115.

- Casero, J. A. T. (2016). ¿ Qué podemos entender por Shadow Banking (“banca en la sombra”)?, 63-66.
- Cassinello Plaza, N. (2013). Impacto de la crisis financiera de 2007 en la regulación y gestión de la liquidez en la Banca europea a través de los acuerdos de Basilea.
- Census Bureau. (2019). Business and Industry: Time Series / Trend Charts. Obtenido en <https://www.census.gov/econ/currentdata/dbsearch?program=HV&startYear=1965&endYear=2005&categories=RATE&dataType=SAHOR&geoLevel=US&adjusted=1&submit=GET+DATA&releaseScheduleId=>
- Corral, M. P. B., Cantos, J. M. C., Rico, A. G., Díaz, D. G., & Suárez, A. I. (2003). *El pacto de Estabilidad de la Unión Europea y los Principios de Autonomía y Suficiencia de la Hacienda Autónoma en España*. Paper presented at the Hacienda pública y convergencia europea: X Encuentro de Economía Pública, Santa Cruz de Tenerife 2003.
- D Gangas, J. (2013). Hay vida después de la Crisis. In: Plaza y Janés.
- De Soto, J. H. (2009). Crisis financiera y recesión económica. *Nueva revista de política cultura y arte*, 56-61.
- Defensor del Pueblo. (2017). *Informe anual 2017 y debates en la Cortes Generales*. Disponible en https://www.defensordelpueblo.es/wp-content/uploads/2018/03/Informe_anual_2017_vol.I.2_Crisis_economica.pdf
- Díez, J. C. (2012). Naturaleza y causas de la Crisis del Euro. 67.
- Domingo, A., Doménech V, Díez G, Donges, García, A., Gros, Alcidi, Martínez R, Requeijo G, Sánchez F, Hauptmeir, Schuknecht (2012). El futuro del Euro. 67.
- Edwards, S. (2018). *American Default: The Untold Story of FDR, the Supreme Court, and the Battle over Gold*: Princeton University Press.
- Eurostat. (2019). Statistics| Eurostat. Obtenido en <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tipsbp20/default/table?lang=en>
- Expansión. (2020). ¿Qué es el FROB? Disponible en <https://www.expansion.com/economia-para-todos/economia/que-es-el-frob.html>
- Farhi, M., & Cintra, M. A. (2009). Crisis financiera internacional: contagio y respuestas regulatorias. *Nueva sociedad*, 224, 104-127.
- FMI. (2009). Informe sobre la estabilidad financiera mundial -- Actualización sobre el mercado: Las políticas adoptadas han reducido los riesgos sistémicos pero persisten vulnerabilidades; 08 de julio de 2009. Disponible en <https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/fmu/2009/02/0709s.pdf>
- FMI. (2010a). Incumplimiento pacto estabilidad y crecimiento. https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=40&pr.y=9&sy=1999&ey=2010&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=122%2C136%2C124%2C172%2C182%2C132%2C134%2C174%2C184%2C178&s=GGXWDG_NGDP&grp=0&a=#cs1

- FMI. (2010b). World Economic Outlook Database October 2010. Obtenido en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>
- FMI. (2012). World Economic Outlook Database October 2012. Obtenido en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/index.aspx>
- Fred Economic Data. (2019a). Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS) | FRED | St. Louis Fed. Obtenido en <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>
- Fred Economic Data. (2019b). U.S. / Euro Foreign Exchange Rate (DEXUSEU) | FRED | St. Louis Fed. Obtenido en <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXUSEU>
- Gangas, J. C. D. (2011). Crisis de la deuda europea: ¿ crisis de emergentes o de sumergidos? *Papeles de economía española*, 150-166.
- Girón, A., & Chapoy, A. (2009). Financiarización y titulización: un momento Minsky. *Economía unam*, 6, 44-56.
- Heredia, J. (2014). La crisis de deuda soberana de los PIGS de la zona Euro.
- Hugh, E. (2014). *¿ Adiós a la crisis?* : Grupo Planeta.
- Instituto Nacional de Estadística. (2019a). Consumo hogares. Obtenido en <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=28604&L=0>
- Instituto Nacional de Estadística. (2019b). Inversión empresarial. Obtenido en <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=28604&L=0>
- Instituto Nacional de Estadística. (2019c). Ocupados. Obtenido en <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=4076>
- Instituto Nacional de Estadística. (2019d). PIB Trimestral pm Rentas Obtenido en <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=28606&L=0>
- Instituto Nacional de Estadística. (2019e). Remuneración asalariados. Obtenido en <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=28606>
- Instituto Nacional de Estadística. (2019f). Tasa ahorro hogares. Obtenido en <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=28353&L=0>
- Instituto Nacional de Estadística. (2019g). Venta viviendas. Obtenido en <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=6155&L=0>
- Jiménez R, E. J. (2005). El nuevo acuerdo de Basilea y la gestión del riesgo operacional. *Universia BusinessReview*.
- Jorrín, J. G. (2019). Economía: El ahorro de los hogares en España se hunde y es ya un 60% más bajo que en Europa. *El Confidencial*. https://www.elconfidencial.com/economia/2019-04-05/ahorro-hogares-espana-hunde-mas-bajo-europa_1924894/
- La Caixa. (2009). *Informe Mensual 320 Enero 2009 (1134-1947)*. Disponible en https://www.caixabankresearch.com/documents/10180/192890/200901_esp.pdf

- Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Labrinidis, G., Lindo, D., Meadway, J., Michell, J., . . . Stenfors, A. (2011). Crisis en la zona euro: Perspectiva de un impago en la periferia y la salida de la moneda común. *Revista de economía crítica*.
- Linde, L. M. (2018). Evolución de la situación económica española Disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/linde010318.pdf>
- Llamas, M. (2018). 2017: el año que el PIB superó la crisis, pero con el empleo aún a medio camino. *Libertad Digital*. Disponible en <https://www.libremercado.com/2018-01-04/2017-el-ano-que-el-pib-supero-la-crisis-pero-donde-el-empleo-esta-aun-a-medio-camino-1276611567/>
- López-Laborda, J., Marín, C., & Onrubia, J. (2018). ¿ Qué ha sucedido con el consumo y el ahorro en España durante la Gran Recesión?: un análisis por tipos de hogar. *Estudios sobre la Economía Española*, 3.
- Lopez Jiménez, D., & Vargas Portillo, J. P. (2012). Las agencias de rating: códigos éticos vs. normas legales. *Revista Internacional del Mundo Económico y del Derecho*, 4, 101-111.
- Maudos, J. (2012). El impacto de la crisis en el sector bancario español. *Cuadernos de información económica*, 226, 155-163.
- Morantes, R. H. (2019). La esencia de la contabilidad: la partida doble y la ecuación patrimonial. *Clic*, 3, 5.
- Moya, H. A., & Gutiérrez, J. J. T. (2012). La singularidad de la demanda de activos financieros. *eXtoicos*, 115-117.
- Ortiz, F. R. (2011). Crisis de la deuda: Europa a la deriva. *Harvard Deusto business review*, 52-66.
- Rodríguez G, R. (2013). La reforma financiera y la reestructuración del sector español de bancos y cajas de ahorro. *Revista Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 11-31.
- Sánchez García, M. F. (2017). PIGS versus potencias europeas: ¿ existe crecimiento sostenido?
- Serrano, S. C. (2013). La reestructuración del sistema bancario español tras la crisis y la solvencia de las entidades financieras. Consecuencias para las cajas de ahorros. *Revista de Contabilidad*, 16, 136-146.
- Statista. (2019). Industria de la construcción: aportación al PIB 2005-2017. Obtenido en <https://es.statista.com/estadisticas/549605/aportacion-del-sector-de-la-construccion-al-pib-en-espana/>
- U. S. Bureau of Labor Statistic. (2019). Bureau of Labor Statistics Data. Obtenido en <https://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>
- Vega, J. A. (2019). La economía española encadena el octavo año con capacidad de financiación | Economía | Cinco Días. *CincoDías*. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/12/27/economia/1577474912_447368.html

Viaña, D. (2016). El FMI califica de "impresionante" la recuperación económica pero pide más reformas y aconseja subir el IVA | Economía Home | EL MUNDO. *El Mundo*.

<https://www.elmundo.es/economia/2016/12/13/584fc91de5fdead1308b46c9.html>