

# Un repaso del comportamiento de las principales variables que han definido la crisis económica en España

**Autor:** Ángel Luis López Roa<sup>1</sup>

Catedrático de Economía (Profesor Propio Ordinario), Universidad Pontificia Comillas  
y Catedrático de Economía Aplicada, Universidad Complutense de Madrid

## Resumen

El artículo contempla, de forma descriptiva y para no especialistas, la información general desde el comienzo de la crisis y presenta el comportamiento posterior de las principales variables. Se hace referencia al entorno internacional y a algunas de las características que han condicionado la evolución de las magnitudes económicas en España.

*Palabras clave:* crisis económica, España, crisis financiera internacional.

---

<sup>1</sup> Agradezco a Blanca de Blas los comentarios recibidos.

## I. Los antecedentes

La economía española se encontraba en la segunda mitad de los noventa con:

- El considerable problema de corregir los fuertes desequilibrios acumulados desde el comienzo de esa década y
- El desafío de ser miembro fundador del euro en la UEM (Unión Económica y Monetaria).

Resolver el primer punto no implicaba alcanzar el segundo. Pero ambos se consiguieron. Los objetivos de Maastricht se alcanzaron y la política económica llevada a cabo se tradujo en un amplio periodo de crecimiento. La inercia adquirida proyectaría esta fase hasta bien entrada la primera década del 2000.

A mediados de esa década aparecieron indicios relevantes de desequilibrios que deberían haberse tenido en cuenta; uno de los más significativos fue la aceleración del crecimiento del crédito.

Las autoridades orientaron sus esfuerzos –posiblemente acomodadas en los crecimientos inerciales citados – hacia reformas fuera del campo económico<sup>2</sup>. Podría hablarse del comienzo de un periodo con ausencia de política económica consistente y coherente, con indefinición ordenada de objetivos y atonía de instrumentos. Cuando los niveles de bienestar lo podían haber facilitado, las políticas de reformas estructurales estuvieron ausentes.

## II. La recesión estaba anunciada antes de 2007

Antes de 2007 había informaciones suficientes para considerar el riesgo de un cambio de tendencia en la evolución de la economía; esos síntomas se acentuaron a lo largo de ese año. A continuación se citan algunas variables.

### Consumo

- El consumo final de los hogares (Contabilidad Nacional), el indicador sintético de consumo privado, el indicador sintético de consumo duradero, el de matriculaciones y los indicadores de confianza<sup>3</sup> de los consumidores y comercio al por menor venían registrando un goteo en su crecimiento (algunos desde 36 meses atrás y otros en cifras negativas) (be0707 p44).

### Inversión, construcción y sector inmobiliario

- La formación bruta de capital fijo en construcción se desaceleró notablemente desde mediados de 2006, evolución precedida por otros indicadores como el

---

<sup>2</sup> En este artículo se contemplan solo variables económicas sin entrar en otros campos.

<sup>3</sup> Sobre el grado de utilidad en las predicciones de este tipo de indicadores puede verse Jareño Morago, J. (2007)

consumo aparente de cemento (be0707 p46).

- El crecimiento de los precios de la vivienda y de los préstamos a las familias presentaba relaciones que apuntaban a posibles desequilibrios preocupantes. (Vid Financiación).
- Había advertencias de sobrevaloración de la vivienda<sup>4</sup> “compatible con la senda habitual de ajuste de un mercado sujeto a notables rigideces que impiden la respuesta inmediata de la oferta a la evolución de la demanda” (Ayuso, J. y Restoy, F. 2006 p 65). Implícitamente es una referencia a la necesidad de reformas en ese mercado<sup>5</sup>.

### Oferta y sectores

- El índice de producción industrial total flexionó en 2006 por la desaceleración en la producción de bienes de inversión y bienes intermedios (be0707 p21\*).
- En el sector turismo<sup>6</sup> las pernoctaciones hoteleras de extranjeros<sup>7</sup> habían reducido su tasa de crecimiento apreciablemente en 2006 (be0707 p47 y p24\*) y la correspondiente a los viajeros entrados por frontera<sup>8</sup> (be0707 p24\*) lo hacía desde mediados de 2005. En términos de Balanza de servicios las señales aparecen más tarde.
- En los servicios de mercado, el valor añadido bruto, el empleo y el indicador sintético integral había iniciado su desaceleración en 2005 (be0707 p50).

### Financiación

- Se advirtió que “cuanto antes se (iniciara) el proceso de reducción de los elevados ritmos de avance de la deuda de los hogares, menor (sería) la probabilidad de que esta magnitud (alcanzara) registros que (pudieran) llegar a afectar a la estabilidad patrimonial del sector” (Gimeno, R. y Martínez-Carrascal, C. 2006b p 69)<sup>9,10</sup>

---

<sup>4</sup> Algunas, como la recogida en Ayuso, J. y Restoy, F. (2003), proceden de estimaciones avanzadas con mucha antelación aunque podrían identificarse con “recuperaciones” de infravaloraciones previas.

<sup>5</sup> Pero también añadían que la “evidencia disponible no sustenta la hipótesis de que el auge reciente del mercado se deba a comportamientos especulativos generalizados o al tratamiento fiscal favorable de la vivienda en propiedad. Todo ello permite estimar que el escenario futuro más probable es el de una absorción gradual de la sobrevaloración existente en este mercado. La verosimilitud de este escenario, no obstante, no es independiente del grado de persistencia de tasas de crecimiento del precio de la vivienda inusualmente elevadas, pues estas pueden terminar arraigando en las expectativas y favorecer comportamientos especulativos. .... la desaceleración observada desde entonces parece, en todo caso, compatible con una reconducción pautada del valor de los inmuebles hasta niveles más compatibles con sus fundamentos de largo plazo” (*op cit.* p 65)

<sup>6</sup> Parte de sus estadísticas son deficientes

<sup>7</sup> Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS

<sup>8</sup> Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS

<sup>9</sup> Este trabajo ya fue tratado en Gimeno, R., y Martínez-Carrascal, C (2006<sup>a</sup>) y (2006<sup>b</sup>); posteriormente un desarrollo fue publicado en Gimeno, R., y Martínez-Carrascal, C (2010)

<sup>10</sup> “Cuando la deuda de los hogares se aleja de los niveles acordes con sus determinantes de largo plazo, el proceso de restablecimiento del equilibrio implica variaciones no solo en dicha variable, sino también en el pre-

- El total de financiación a los sectores residentes no financieros apuntó indicios de cambio de tendencia a finales de 2006, meses después de iniciarse la desaceleración del crecimiento de la financiación a las familias (be0707 p 17).
- En 2006 “la evolución de la oferta y la demanda de los distintos tipos de crédito... (mostraba) cómo el ligero endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos préstamos a las empresas en España fue generalizado por plazos y tamaño del prestatario, si bien concentrado... en las empresas del sector inmobiliario. El principal factor explicativo de dicho comportamiento fue la percepción por parte de las entidades de mayores riesgos” (be0702 p63).
- “Por el lado de la demanda, (se anunciaba que cabía) destacar la expectativa, bastante generalizada... de caída en las peticiones de préstamos de los hogares para adquisición de vivienda. Así, el indicador correspondiente (volvía) a niveles negativos no alcanzados desde principios de 2005. De este modo, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, las entidades españolas (anticiparon) una continuación del proceso, iniciado el pasado año (2006), de ralentización del crecimiento del crédito hipotecario a los hogares” (be0702 p69).
- La necesidad de financiación – medida en términos de PIB – de las Sociedades no Financieras venía aumentando de manera acelerada (en comparación a la relativa estabilidad de la ratio en años anteriores) desde finales de 2004 hasta finales de 2006<sup>11</sup>.
- Precio del dinero; su coste se duplicó desde mediados de 2005 – en solo dieciocho meses -, medido en términos de euribor hipotecario.
- El número de sociedades mercantiles creadas flexiona a la baja en 2006 y el de las disueltas lo hace al alza<sup>12</sup>.

Primer resumen: buen número de indicadores económicos advirtieron – algunos desde 2005 – que previsiblemente la evolución de la economía española estaba pró-

---

cio de la vivienda. Más concretamente, cuando el crédito se encuentra por encima de lo que implican sus fundamentos, ambas magnitudes tienden a corregirse a la baja. En cambio, los desequilibrios registrados en el mercado inmobiliario se corrigen exclusivamente a través de movimientos en el valor de los inmuebles. Por otra parte, (hay) evidencia a favor de la existencia en el corto plazo de causalidad en ambas direcciones. Así, aumentos del crédito para adquisición de vivienda llevan asociados incrementos del precio de dicho activo, y viceversa, lo que sugiere que los ciclos expansivos /contractivos en dichas variables se refuerzan mutuamente. Asimismo...aunque una parte importante del ascenso del precio de la vivienda en los últimos años se puede explicar por la evolución de sus determinantes de largo plazo, a finales de 2005 este activo se encontraba sobrevalorado, situación que ... es compatible con su corrección gradual y ordenada. De hecho, la pauta de desaceleración que viene mostrando dicha variable desde principios del año pasado apunta en esa dirección. En cambio, en el caso de los préstamos hipotecarios de las familias los signos de desaceleración son menos evidentes. De acuerdo con la evidencia... el nivel alcanzado por dicha variable se situaría ya algo por encima del valor compatible con el equilibrio de largo plazo simultáneo del mercado inmobiliario y del crediticio. En este sentido, cuanto antes se inicie el proceso de reducción de los elevados ritmos de avance de la deuda de los hogares, menor será la probabilidad de que esta magnitud alcance registros que puedan llegar a afectar a la estabilidad patrimonial del sector” (*op cit* p 69)

<sup>11</sup> Vid. Banco de España. *Cuentas No Financieras de los Sectores Institucionales*.

<sup>12</sup> Fuentes: DIRCE y Registro Mercantil para Sociedades Anónimas y de Responsabilidad limitada

xima a un punto de inflexión. Pero la situación se mostraba con gravedad al manifestarse simultáneamente unos volúmenes muy altos de endeudamiento con un crecimiento exagerado del mismo.

### III. Coexistencia de crisis: la crisis financiera internacional

La crisis en España, se gesta con anterioridad a la crisis internacional. Esta se inicia claramente en 2007. Para entonces las autoridades españolas, inmersas en un proceso electoral, no reconocían la crisis doméstica.

El 3 de abril de ese año pasó casi desapercibida la quiebra de la New Century Financial Corporation, fundada doce años antes, cotizada en la Bolsa de NY, dedicada a financiación hipotecaria y con exposición elevada a las subprime, término, hasta entonces, reservado a especialistas. Pocas semanas antes, la constructora D.R. Norton había anunciado pérdidas por caída del mercado subprime y ventas de nuevas viviendas.

Algo más se había estado larvando ya que pocos meses después se desencadenó una secuencia de acontecimientos que marcaron la gravedad de una crisis financiera de causas, consecuencias y (soluciones) desconocidas hasta entonces. A finales de julio de 2007 hubo acciones legales, por parte de afectados, contra el Banco de Inversión Bear Stearns. Dos de sus hedge fund habían perdido gran parte de su valor y en un tercero se registraron retiradas de efectivo que fueron frenadas por el Banco.

Parecía que no habría contagio pero la desconfianza en los mercados creció al extremo de que en las semanas siguientes (agosto 2007) la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón se vieron obligados a inyectar liquidez en el sistema. Esta medida se complementaría posteriormente con una sucesión de rebajas de tipos de interés

Pero, efectivamente, el contagio se había producido. En la primera quincena de septiembre, en Europa, el Banco Industrial Alemán IKB anunció pérdidas por su exposición a las subprime y en el Northern Rock británico se registraron colas de clientes; lo significativo de este caso es que no se trataba de problemas de solvencia sino de liquidez. Entre octubre del 2007 y enero de 2008 los anuncios de pérdidas (o caídas de beneficios) relacionadas con las hipotecas subprime – y las depreciaciones de activos – se sucedieron. La UBS (que llegó a cambiar ejecutivos y procede a realizar despidos) y Citigroup (cuyo CEO renunció) lo hicieron hasta dos veces con cortos intervalos. En esa lista destacaron Merrill Lynch (con renuncia de su Presidente), Wachovia y Morgan Stanley. Y, a continuación, se desató el pánico en las bolsas (tercera semana de enero 2008) con fuertes pérdidas y se iniciaron investigaciones (por parte del FBI) relativas al ejercicio de prácticas inapropiadas en la oferta de activos al público; se materializarían en arrestos y acusaciones.

La extensión de la crisis se había producido y bancos prestadores de fondos de cobertura y otros inversionistas solicitaron la devolución de sus inversiones.

En marzo (11.03.08) hubo una nueva inyección de liquidez: la FED, el BCE, y los bancos centrales del Reino Unido, Canadá y Suiza tomaron esta medida de forma coordinada. Los mercados mayoristas estaban “secos” por la desconfianza de los bancos operadores y esta escasez de crédito se trasladó a las cuentas de resultados. Goldman Sachs y Lehman Brothers comunicaron reducciones en sus beneficios. Antes del verano, el banco de inversión Bear Stearns cambió precipitadamente de accionista de control, a sugerencia de las autoridades, pasando a la órbita de JP Morgan. Este banco recibió apoyos públicos voluminosos para hacerse cargo del banco en apuros.

La siguiente referencia en este repaso cronológico son las intervenciones, quiebras y cambios de propiedad. En julio el banco hipotecario estadounidense Independent National Mortgage Corporation (IndyMac) es intervenido, y en septiembre lo son las Agencias Hipotecarias, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac); entre las dos cubrían en torno al 50% de las deudas hipotecarias en el mercado doméstico de Estados Unidos<sup>13</sup>. El 15.09.08 Lehman Brothers quiebra y Merrill Lynch es adquirido por Bank of America. La primera compañía de seguros americana American International Group (AIG) tiene que ser rescatada para salvarla de la quiebra y el Lloyds anuncia la compra<sup>14</sup> de su rival HBOS (Halifax Bank of Scotland). JP Morgan adquiere la mayor caja de ahorros Washington Mutual y Wells Fargo se queda con Wachovia tras intervenir el Federal Deposits Insurance Corporation (FDIC) en las adquiridas. Bradford and Bingley (UK), tras ser nacionalizado, entró a formar parte del Grupo Santander y los principales bancos islandeses Glitnir, LandsBanki, y Klaupthing fueron controlados, nacionalizados o adquiridos por su Gobierno<sup>15</sup>.

Podría resumirse, hasta aquí, que la crisis internacional se origina, básicamente, por la emisión de activos “contaminados” con transmisiones sucesivas y modificaciones de la composición de los mismos llegando al financiador final con muy alta opacidad.

En esa generación y transmisión<sup>16</sup> :

- Hubo negligencia en los emisores (fallos de conducta).
- La evaluación (rating) de las agencias fue imprecisa focalizándose más sobre el emisor que sobre el activo y su composición.

---

<sup>13</sup> En estas intervenciones entran – en diversas formas - el Tesoro, el Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) (o Fondo de Garantía de Depósitos) y los denominados bridge banks, como el Federal Savings Banks.

<sup>14</sup> Que se materializaría en enero de 2009

<sup>15</sup> En este punto cabría abrir un apartado nuevo: “o cómo saber que un referéndum sobre si quiere Vd. pagar las deudas de los bancos tiene como respuesta; NO”. Los compromisos de esos bancos especialmente con el Reino Unido y los Países Bajos superan en mucho el PIB de Islandia. A la pregunta del gobierno islandés a sus ciudadanos (2011) sobre si estarían dispuestos a contribuir para atender esas deudas la respuesta obtenida fue: no. Al margen de las consecuencias que en el ámbito internacional esa opción pudiera tener (especialmente en la reactivación de flujos de crédito al país), las respuestas a algunos de los interrogantes abiertos podrían ser sorprendentes, paradójicas y, eventualmente de tenerse en cuenta, catastróficas.

<sup>16</sup> Vid. Banco de España. *Informes de Estabilidad*

- Esto se desarrolló por una ausencia y/o heterogeneidad de las normas de regulación (en sentido amplio).
- La supervisión prudencial falló o fue inexistente.
- Los intermediarios de esos activos operaron con escaso control de los reguladores de los mercados. Y
- Parte de los financiadores finales llegaron a actuar sin información suficiente.

Al secarse los mercados interbancarios – por la desconfianza al ir aflorando los activos de mala calidad – los bancos centrales y los gobiernos:

- Aportaron cuanta liquidez les fue demandada para que el funcionamiento del sistema interbancario se recuperara, y
- Al aparecer problemas de solvencia aportaron recursos públicos directamente o prestaron garantías (con colaterales de diversa calidad según los países).

El sistema financiero internacional quedó momentáneamente subdividido en entidades con respaldo público y bancos que contaron solo con recursos privados con lo que se produjo una asimetría grave en el terreno de las garantías y la competitividad en los mercados.

Segundo resumen: la crisis financiera internacional es posterior a la acumulación de tensiones en la economía española. No se traslada directamente a España y las entidades financieras españolas no estuvieron expuestas de forma sensible como las de otros países; más bien se encontraron “a cubierto” de las tensiones derivadas de la tenencia de activos contaminados.

Uno de los principales efectos de esta crisis – la invasión en los mercados de fuerte desconfianza sobre entidades – si supuso que el acceso al crédito, por parte de las entidades españolas entre otras, se dificultara, llegando en algún momento a estar completamente secos.

#### **IV. La crisis en España se agrava por las consecuencias de la crisis financiera internacional y la evolución de la deuda soberana**

A comienzos de los 2000 podía considerarse que las familias no tenían un sobreendeudamiento<sup>17</sup>, “el entorno económico era próspero y estable”<sup>18</sup>, aunque podrían advertirse riesgos en el futuro<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> En F. Restoy (2001, p44) se señalaba: “existen argumentos que permiten desmentir la existencia de un endeudamiento excesivo generalizado por parte de las familias españolas. Esto no impide, lógicamente, que tenga sentido identificar los posibles elementos de vulnerabilidad que puede generar el aumento de los compromisos financieros adquiridos por los hogares”

<sup>18</sup> *Op cit* p 53: “una gran parte del pronunciado crecimiento de la deuda familiar es una consecuencia directa de la adaptación eficiente de las decisiones de gasto de los hogares a un entorno macroeconómico más próspero y estable”

<sup>19</sup> *Op cit* p 53: “a pesar del aumento de sus pasivos, las familias continúan teniendo una posición patrimonial netamente holgada, su vulnerabilidad ante posibles correcciones en el precio de la vivienda se ha incre-

Pero el crecimiento del crédito en vivienda tuvo un reflejo en otras variables<sup>20, 21</sup>.

A mediados de esa década un esquema muy simple de algunos comportamientos incluía estas referencias:

- El crecimiento económico, la mejora en la renta disponible, los bajos tipos de interés y las expectativas de beneficios relativos incrementaron la demanda de crédito hipotecario de las familias.
- Las garantías ofrecidas – el propio inmueble – contaban con tasaciones previas que incorporaban las subidas de los precios de la vivienda.
- Buen número de entidades financieras para ampliar la cuota de mercado de activo y materializar expectativas de beneficio a corto plazo redujeron de facto las cantidades iniciales a aportar por los demandantes y facilitaron el pago de cuotas alargando la vida del préstamo.
- En cuanto a los promotores, en algunos casos, las aportaciones de suelo fueron también financiadas.

¿Cómo evolucionan las principales variables?<sup>22</sup>... y otras notas.

---

mentado. En este sentido, resulta pertinente subrayar el riesgo que supone hacer depender en exceso la demanda de crédito del precio del activo cuya adquisición se pretende financiar, teniendo en cuenta que existe siempre la posibilidad de que ese precio sufra una corrección a la baja”.

<sup>20</sup> Marqués, M. y Nieto, F. (2003, p55) señalaban que “los aumentos recientes de los precios de la vivienda habrían contribuido a moderar la intensidad de la desaceleración económica (en EE y Reino Unido). Por el contrario, en España, al igual que en la mayoría de los países europeos, el RCI presenta un signo negativo durante todo el período estudiado, por lo que no existe evidencia de que este fenómeno se haya producido. Esto no excluye, sin embargo, la posibilidad de que la revalorización de la riqueza inmobiliaria haya tenido un efecto indirecto sobre el consumo, en la medida en que los hogares hayan aprovechado la mayor capacidad potencial de endeudamiento futuro que ofrecen unos valores más altos de sus activos de garantía para reducir su ahorro por motivo precaución. En todo caso, la evolución del RCI en España sugiere que el efecto del aumento del precio de la vivienda y el incremento asociado de la financiación hipotecaria han tenido un mayor impacto sobre la inversión residencial que en otros países”

Nota: “El RCI mide la diferencia entre la variación del crédito hipotecario concedido a los hogares durante un cierto período y el valor de la inversión neta en activos inmobiliarios realizada por estos en el mismo intervalo temporal. Este indicador mide, por tanto, los fondos netos procedentes de la financiación hipotecaria que el conjunto de los hogares destina a fines distintos de la inversión inmobiliaria” Así, un signo positivo del RCI significaría que se está utilizando una parte de la financiación obtenida con garantía hipotecaria para fines distintos a la adquisición de vivienda. Por ello, el RCI se suele utilizar para valorar hasta qué punto las familias aprovechan las revalorizaciones de su vivienda para financiar una expansión del consumo mediante el recurso al crédito”. (op cit p 50)

<sup>21</sup> Nieto, F. (2003, p80) señalaba: “la expansión del consumo y la inversión interna residencial, la fuerte reducción de los tipos de interés y el intenso proceso de creación de empleo, parecen haber desempeñado un papel fundamental. Estas dos últimas variables recogen, básicamente, el efecto de los cambios estructurales de la economía española a raíz de su entrada en la UEM y de las reformas emprendidas en el mercado de trabajo, factores que han permitido aumentar el nivel de endeudamiento sostenible de las familias. No obstante, esto no debe ocultar que los mayores niveles de deuda alcanzados suponen una mayor exposición de la posición patrimonial del sector a variaciones inesperadas en su renta, en su riqueza o en el coste de la financiación de sus pasivos, lo que puede llegar a afectar a sus decisiones de consumo e inversión”

<sup>22</sup> En el momento de la entrega de este capítulo solo se contaba con estimaciones de cierre para 2010.

- PIB.
  - La recesión fue profunda y el bajo crecimiento del próximo futuro puede ser duradero. De una tasa máxima de crecimiento interanual del 4,0% en 2006 se pasó al -3,7% en 2009 y el -0,1% en 2010 (cuando la UEM lo hacía a casi el 2% y EEUU al 3%).
  - Esta recesión estuvo lastrada, en 2009, por un consumo que llegó a decrecer en un -4,2%, la formación bruta de capital en el -15,8%, la inversión en bienes de equipo en el -24,8%, la inversión en vivienda en el -24,5% y las exportaciones e importaciones de bienes y servicios en el -11,6% y -17,8%, respectivamente. En 2010 solo se recuperarían tímidamente el consumo privado, la inversión en equipo y de forma más apreciable las cifras de comercio exterior.
  - La atonía del consumo, la desconfianza de la inversión, el choque negativo de los precios de la energía importada hacen difícil que las previsiones a corto plazo puedan mejorar.
  - El resumen más sintético de esta evolución es la pérdida notable de renta per capita.
  - Y sin crecimiento vigoroso no podrá haber aumento del empleo y mejora de la renta.
  
- Precios y salarios.
  - La debilidad de la demanda debió favorecer la reducción de la tasa de crecimiento de los precios.
  - Sin embargo no se han conseguido evitar (ni absorber) las presiones de costes (incluidos la energía y la traslación de los salariales) que han devuelto a la tasa de crecimiento (3,6%) a un diferencial positivo respecto a la UEM.
  - Se trata de un “injusto impuesto” adicional con claros efectos negativos en la redistribución de la renta.
  - En su momento, no se aprovecharon las ganancias en poder adquisitivo para abordar reformas sustanciales y exigir esfuerzos que habrían sido más soportables
  
- Mercado de trabajo.
  - Los ocupados descienden en más de 2 millones de personas entre 2007 y 2010 y los parados aumentan en casi 3 millones en igual periodo<sup>23</sup> acercándose a un total de 5 millones a comienzos de 2011 y superándose el 21% de paro sobre población activa, tasa que más que duplica la de la UEM.
  - No es relevante discutir si las cifras de paro son “con maquillaje” o “sin maquillaje”; no se debe diluir la gravedad extrema de la cifra que se resume en su volumen, en su crecimiento y en la ausencia de expectativas – que a su vez desincentiva a muchos a la búsqueda de trabajo -.

---

<sup>23</sup> Cifras medias

Otra nota adicional interrogante es la conveniencia de mantener un sistema de subsidios con baja vigilancia e insuficientes mecanismos (incluidos los procesos formativos) – públicos y privados – para facilitar la búsqueda de empleo.

Pero, con mucho, el factor más relevante es la ausencia de una reforma laboral que permita inyectar competencia y productividad en el sistema productivo. Los modelos de los países más avanzados no merman el nivel de bienestar (mas bien al contrario); una de las más eficientes vías para mejorar la distribución de renta es la del empleo y los salarios, dejando a la política fiscal el objetivo de la redistribución.

- Sector público.
  - La deuda pública medida en términos de PIB supera el 60% en 2010. En solo 3 años el endeudamiento aumentó en casi 24 puntos de PIB, aproximadamente lo que costó reducirlo desde 1999 (que ya venía reduciéndose). Se suele argumentar que esa ratio es inferior a la media europea pero la gravedad radica en:
    - la alta velocidad de ese crecimiento,
    - y su más rápido impacto en la traslación de la carga a generaciones futuras,
    - que de forma igualmente acelerada minora los recursos disponibles para otras finalidades,
    - que al destinarse básicamente a destinos no intensivos en la generación de riqueza, con crecimiento económico muy escaso,
    - requiere refinanciación básicamente destinada a atender compromisos adquiridos en emisiones anteriores,
    - e incrementa en un 64% la deuda per cápita<sup>24</sup>,
    - y como addenda hay que citar el incremento en un 70% de la deuda de las empresas públicas desde 2007 al 2010 (del 3,2% de PIB al 5,3%).
  
- En cuanto al déficit público<sup>25</sup>, en solo dos años (2007-08) se “consumieron” 6 puntos de PIB pasándose de un superávit del 1,9% a un déficit de -4,2%; en 2009 fue del -11,1% y en 2010 del -9,2%.
  - En esta última reducción influyeron medidas de recortes presupuestarios “mecánicos” tales como la congelación de pensiones y la reducción de salarios de empleados públicos, además del incremento de impuestos como el IVA.
  - Una nota negativamente relevante es la más que duplicación, en solo los dos últimos años, del déficit de las Comunidades Autónomas al pasar del -1,6% del PIB en 2008 al -3,4% en 2010.
  - Un “subrayado”: el esfuerzo realizado a partir de 1996 para reducir el déficit concluyó con el logro del equilibrio presupuestario lo que facilitó el superávit,

---

<sup>24</sup> Cálculo realizado con los valores absolutos de deuda de las Administraciones Públicas, según el Protocolo de Déficit Excesivo y la Población mayor de 16 años, para el periodo 2007-2010 (Vid. Banco de España, *Boletín Estadístico*)

en términos de PIB, de los años 2005 a 2007 – con el “impulso indiciado” de la “burbuja de sobrevaloración de activos”–. Al “pincharse” esa burbuja y hacerse más agresiva la crisis, la minoración de ingresos vinculados a la actividad productiva y el aumento de los gastos ha llevado el déficit a las cifras ut supra citadas.

- Sector exterior.

- A veces se presenta como “una señal” el que el déficit de la Balanza por cuenta corriente se haya reducido en casi un -50% (2007 -1010), pero esto esconde el profundo deterioro de la economía y es síntoma de su relativa paralización. Los ingresos en la balanza de bienes son inferiores a los de 2007, los de la balanza de servicios, prácticamente iguales (los de turismo claramente inferiores aún), tanto los ingresos como los pagos de rentas siguen representando en 2010 aproximadamente el 70% de las cifras de 2007 y los volúmenes de transferencias han registrado cifras similares.
- La cifra con significado económico (la que mide el saldo en términos de PIB) sigue siendo negativa (en la UEM positiva) y – simplificando - lo que manifiesta es que continúa existiendo la apelación al ahorro externo, o que persiste la necesidad de financiación de la economía.

- Financiación.

- Desde 2007 –por lo descrito líneas arriba– la dificultad de financiación es claramente debida al impacto de la crisis internacional, al principio, a la atención de los compromisos de pago al exterior por deudas previamente asumidas que financiaron el crecimiento, a la refinanciación de las mismas y, últimamente, al efecto “succión” del Sector Público (podría utilizarse el término en contraposición al de “expulsión” de la financiación privada).
- Todo ello agravado por los efectos de “la crisis de deuda soberana” en la UEM que encarece notablemente la financiación y afecta –de forma discriminatoriamente negativa– al coste del recurso al crédito externo de empresas españolas sólidas y solventes.
- El crecimiento de la financiación a los sectores residentes (hogares y sociedades no financieras) es (2011) prácticamente nulo<sup>26,27</sup>.
- Cuando se argumenta que el crédito no fluye – que las entidades financieras no facilitan crédito – se omite que a los bancos (y cajas) lo que hay que pedirles es que sean eficientes en la intermediación (que obtengan beneficios

---

<sup>25</sup> Capacidad o Necesidad de Financiación según el Protocolo de Déficit Excesivo de las Administraciones Públicas

<sup>26</sup> Vid Banco de España, *Boletín Económico*

<sup>27</sup> Una referencia, “cruzada”, a considerar es, en la posición patrimonial de los hogares, la ratio de deuda sobre renta bruta disponible; notablemente creciente en los últimos años supera la cota del 100% en 2005 situándose a comienzos de 2011 en torno al 130%.

- y puedan devolver los depósitos); para ello tienen que prestar a agentes solventes y capaces de devolver los préstamos.
- Con lo que se llega a la pregunta de ¿cual es el principal problema del porqué no fluye el crédito?:
    - En primer lugar, porque no hay demanda, tanto suficientemente solvente, como animada a acometer proyectos nuevos o siquiera reponer equipos (las cifras de inversión en bienes de equipo así lo muestran).
    - En segundo lugar, porque los fondos prestables de bancos y cajas están muy limitados por las necesidades de devolución de deuda que tomaron en los años anteriores para financiar el crecimiento.
      - Cuando van a solicitar más fondos a los mercados exteriores pesa fuertemente la situación de crisis de la economía española y las dudas que despiertan las “no políticas” de control del gasto.
      - Esos fondos prestables deberían proceder más del ahorro interno para lo cual habría que protegerlo y fomentarlo.
      - Finalmente, la voracidad de un gasto público desorbitado lleva a emitir deuda pública en la que invierten los bancos y... si invierten en deuda pública no invierten en deuda privada.

## V. Unas conclusiones

- i. Una primera conclusión, no por evidente menos necesaria de recordar, es que la economía española se encuentra en una profunda crisis, con unas causas bien diferenciadas de la crisis financiera internacional y un origen anterior. A través del comportamiento de algunas variables puede observarse que la gestación de la crisis en España tiene apuntes en 2005, muestra signos preocupantes en 2006 y es manifiesta a comienzos de 2007.

Posteriormente, la aparente fortaleza del crecimiento económico – en términos de PIB – estaba basada en la formación, y aceptación tácita, de una burbuja inmobiliaria apoyada en la construcción de viviendas y del tirón de ese sector sobre el resto de la economía.

El consumo - aún desacelerándose – iba de la mano de un aumento significativo del crédito... y se ocultaba la fragilidad que representaba el aumento del endeudamiento.

Y las altas cifras de crecimiento de la formación bruta de capital fijo (excluida la construcción) abren la incógnita de cómo una inversión aparentemente tan robusta no se tradujo en un resorte para mantener el crecimiento o, al menos, amortiguar la crisis.

Resulta paradójico que en tiempos de tipos de interés notablemente bajos se hubiera recurrido a la utilización de factores intensivos en trabajo frente a la transformación del modelo de crecimiento vía preferencia por la utilización de factores intensivos en capital.

La baja productividad y la pérdida de competitividad lastraron la posibilidad de un mayor y más sano crecimiento apoyado en el sector exterior.

- ii. El crecimiento de la economía española se ha caracterizado, además, por la “sucesión” de tres tipos de endeudamientos: el de las familias, el de la economía en su conjunto y, especialmente ahora, el del sector público. Los requerimientos crecientes de fondos y la ausencia de ahorro interno suficiente forzaron a las entidades financieras españolas a recurrir a la financiación exterior. La necesidad de atender los pagos crecientes por ese endeudamiento coincidió con la “sequía” en los mercados financieros internacionales, generada por la desconfianza de los agentes ante la magnitud de las emisiones susceptibles de contener activos financieros contaminados.
- iii. Es ahí donde coinciden ambas crisis. No es, la española, una crisis con origen en la globalización o en la crisis financiera internacional; esta no ha hecho más que agravarla.
- iv. El “tercer” endeudamiento, el del sector público, unido a las debilidades propias de la economía española (afectada en los mercados por las crisis de deuda soberana en otros países<sup>28</sup>) está encareciendo la obtención de recursos. En ese contexto las entidades de crédito españolas han tenido – y tienen – que atender dos frentes, al menos:
  - a) Por un lado estar a cubierto de los efectos que la crisis en España tiene sobre su cuenta de resultados por la vía de la morosidad y los fallidos; el problema de solvencia se palió
    - Inicialmente, por las coberturas generadas previamente y
    - recientemente, con los programas de recapitalización.De la profundidad y duración de la crisis dependerá que algunas entidades se vean, o no, mas afectadas<sup>29</sup>.
  - b) Y, por otro, hacer frente a los pagos por la financiación recibida del exterior. No debe olvidarse, al respecto, que si se está obligado a pagar mas en el exterior habrá menos fondos para prestar en el interior. En pocas palabras: se están pagando las deudas generadas.

---

<sup>28</sup> Grecia, Irlanda y Portugal

<sup>29</sup> No se entra en este artículo en la “crisis de las cajas” que tiene unas características diferenciadas y propias. Pero, en ese entorno descrito, algunas necesitaron ser intervenidas y la mayoría tuvieron que recurrir a procesos de integración y mecanismos de ayudas. De no acometer transformaciones sustanciales – en estructura, operativa y enfoque del negocio - no sería descartable el que, por sí mismas, algunas tuvieran dificultades insalvables.

- v. Esto da paso a una reflexión adicional que debe recordarse. Lo realmente prioritario en una economía es preservar el sistema de pagos. Por ello, cuando se reclama que fluya el crédito no hay que olvidar que son los depósitos parte fundamental de los fondos prestables y, en consecuencia, las entidades deben ser estrictas en la obtención de garantías<sup>30</sup>. A partir de ahí puede pensarse en crecer.

Madrid, 12.05.11

### **Bibliografía**

- be. Banco de España. Boletín Económico. Las referencias que figuran en el texto corresponden al formato pdf de la propia web del Banco de España ([www.bde.es](http://www.bde.es)). En ella, pulsando la pestaña de publicaciones se selecciona la publicación de referencia en donde las letras corresponden a la identificación de la publicación y los pares de dígitos siguientes al mes y año correspondiente (be: boletín económico; bes: boletín estadístico; inf: informe anual – los cuatro dígitos corresponden al año).
- Ayuso, J. y Restoy, F. (2003) House prices and Rents: an equilibrium asset pricing approach. Documentos de Trabajo n.º 0304. Banco de España
- Ayuso, J. y Restoy, F. (2006) “El precio de la vivienda en España: ¿es robusta la evidencia de sobrevaloración?” (be0606 p 59-65)
- Gimeno, R., y Martínez-Carrascal, C. (2006a). The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case, Documentos de Trabajo, n.º 0605, Banco de España.
- Gimeno, R y Martínez-Carrascal, C. (2006b) “La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición” en (be0603 p 64-69)

---

<sup>30</sup> En este punto hay dos observaciones que realizar. Una es que en la actividad comercial tradicional de la banca el principio de prudencia no debe ser abandonado; sin embargo la concesión en el pasado reciente, de buena parte del crédito, ha pivotado sobre criterios de crecimiento más que de prudencia tradicional. El ejemplo del préstamo hipotecario sobre tasaciones tendentes a la sobrevaloración que, a su vez, ha cubierto la adquisición del inmueble mas eventualmente la compra de bienes de consumo, con garantías de flujos de rentas salariales débiles y/o insuficientes unitariamente, con referencias generalizadas a tipos variables frente a fijos (sin considerar la evidencia de que lo que es variable varía y si está bajo puede subir), sin ponderar la inexistencia de ahorros previos que sirvieran de “entrada” en un piso, prolongando la vida del préstamo hasta las edades de jubilación, o mas (con tal de mantener cuotas mensuales tentadoramente bajas que desdibujan la carga de intereses que se asume), puede ser un caso revelador.

La segunda observación es la relativa a la exigencia obligada de garantías reales; hay que insistir en que las entidades de crédito prestan recursos ajenos. Ante la exigencia de una garantía para determinada inversión hay que recordar que no debe pedirse a la entidad que tenga más confianza en un proyecto ajeno que la del propio promotor del negocio... o la seguridad de sus flujos.

- Gimeno, R., y Martínez-Carrascal, C. (2010). "The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case" *Journal of Banking & Finance* 34 (2010) p 1849 -1855.
- Jareño Morago, J. (2007) "Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española" en (be0705 p 1-10)
- Marqués, M. y Nieto, F. (2003) "¿Aprovechan los hogares la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo?" en (be0303 p49-55)
- Nieto, F. (2003) "Determinantes del crecimiento del crédito a los hogares en España" (be0304, p55- 75-81)
- Restoy, F. (2001) "El endeudamiento de las familias en España" en (be0112 p44-53)

