

# Artículos

---



# En torno a la crisis económica en España

**Autor:** José Ramón de Espínola Salazar

Profesor Propio Ordinario y Director del Departamento de Economía  
Universidad Pontificia Comillas

## Resumen

Este artículo describe la crisis de la economía española a través de las principales macromagnitudes (producto, gasto, empleo, etc.) y analiza los factores endógenos y exógenos determinantes. Entre los factores endógenos destaca el inadecuado patrón de gasto de la economía española, que ha generado grandes desequilibrios entre gasto y producto, inversión y ahorro, e importaciones y exportaciones, provocando alto endeudamiento de empresas y hogares españoles. Entre los factores exógenos destaca la crisis financiera internacional, fruto de un conjunto de factores, tales como la actuación irresponsable de muchas entidades financieras, la inadecuada regulación y supervisión financiera y la política monetaria demasiado expansiva de la Reserva Federal americana. Tras ello, el artículo examina posibles actuaciones de política económica española para superar la crisis. También el artículo resume las principales medidas de política económica adoptadas por el Gobierno español.

*Palabras clave:* Crisis económica española, crisis financiera internacional, desequilibrios macroeconómicos, política económica frente a la crisis

### **Abstract**

This article describes the Spanish economic crisis through an analysis of the main macroeconomic aggregates (Gross Domestic Product, consumers' expenditure, gross domestic fixed capital formation, exports and imports, etc.) and analyzes endogenous and exogenous determining factors. Among the endogenous factors, we highlight the inadequate pattern of expenditure of the Spanish economy that has generated significant imbalances between expenditure and output, investment and savings, and imports and exports and a high level of indebtedness by firms and households. Among the exogenous factors we highlight the international financial crisis as the result of a set of factors such as, the irresponsible behaviour of financial intermediaries, a poor regulation and supervision of the financial sector and an over expansionary monetary policy applied by the US Federal Reserve. Then, we examine possible economic policy measures to confront the Spanish economic crisis. To conclude, the article reviews the principal economic policy measures adopted by the Spanish Government.

*Key words:* Spanish economic crisis, international financial crisis, macroeconomic imbalances, economic policy against crisis.

Recibido: 27.04.2009

Aceptado: 30.04.2009

---

### **I. Introducción**

Entre 1995 y 2007, la economía española registra un largo periodo de crecimiento del producto y el empleo, la renta y el gasto, acompañado de *intensos desequilibrios*:

- a) Creciente desajuste entre el gasto nacional y el PIB, que implica un déficit cada vez mayor en el intercambio con el resto del mundo de bienes y servicios.
- b) Creciente exceso del gasto nacional respecto de la renta nacional disponible, que implica una cada vez mayor insuficiencia del ahorro nacional para financiar la formación de capital, con el consiguiente endeudamiento de la economía española frente al resto del mundo (el sistema financiero español capta mucho ahorro exterior para financiar el exceso de gasto de hogares y empresas).

En el comportamiento expansivo del gasto nacional destaca el muy intenso crecimiento de la formación de capital, muy sesgada hacia la compra de viviendas (con notable carácter especulativo), y el fuerte crecimiento del consumo final. Pero este patrón de gasto no ha afrontado adecuadamente importantes carencias de la econo-

mía española (de capital humano y tecnológico), carencias que frenan el crecimiento de la productividad e impiden el desarrollo de un modelo productivo más eficiente y competitivo, basado en ramas de la industria y los servicios de alto valor añadido (intensivas en tecnología y conocimiento).

En el lado de la oferta, el crecimiento ha sido protagonizado por el sector de la construcción (la principal locomotora del periodo) y los servicios de mercado más orientados al consumo final. En cambio, el sector industrial (por falta de capacidad productiva y competitividad) no ha impulsado como los citados sectores el dinamismo productivo. Ello explica que el déficit exterior se derive principalmente del intercambio de productos industriales que la industria española produce de forma muy insuficiente: productos industriales no sólo intensivos en tecnología y conocimiento, sino también intensivos en mano de obra poco cualificada.

De modo que el *patrón de gasto* de la economía española, con su exagerado énfasis en inversión en viviendas y consumo final e insuficiente esfuerzo educativo y tecnológico, no ha contribuido a superar las debilidades del *modelo productivo*, en el que destaca el pobre crecimiento de la productividad y el insuficiente comportamiento de la industria y los servicios avanzados.

En consecuencia, el crecimiento de la economía española entre 1995 y 2007, si bien ha generado mucho producto y empleo, renta y gasto, ha ido acumulando desequilibrios, haciéndose insostenible en el tiempo. A medida que se han ido logrando mayores cotas de producto, renta y empleo han ido surgiendo desajustes entre gasto y producto, entre inversión y ahorro, y entre importaciones y exportaciones, generándose inflación y endeudamiento exterior, todo lo cual crea un *caldo de cultivo* para que la dinámica económica entre en crisis.

## II. El inicio de la crisis

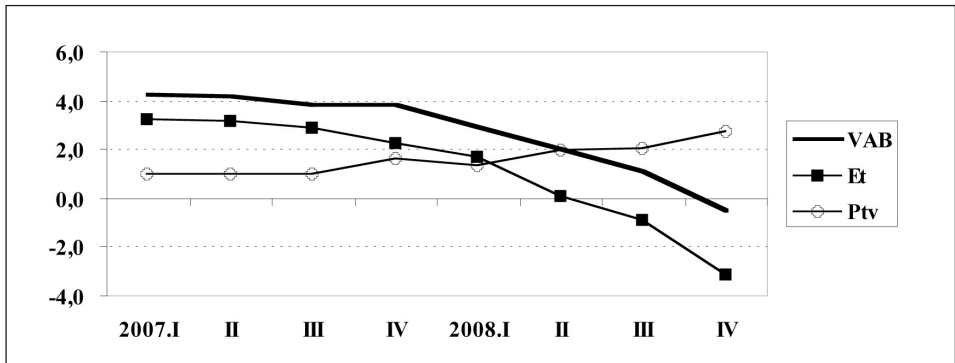
### II.1. Producto, empleo y productividad

Tras trece años de fuerte crecimiento, la economía española en 2008 asiste a un rápido y drástico cambio de coyuntura. A medida que el INE publica los datos trimestrales de la Contabilidad Nacional (CNTR), va aflorando un nuevo escenario, muy diferente del de años anteriores. El producto (VAB a precios básicos) registra una acusada desaceleración, con tasas de crecimiento intertrimestral negativas desde la segunda mitad de 2008 con perspectivas todavía más negativas para 2009.<sup>1</sup>

---

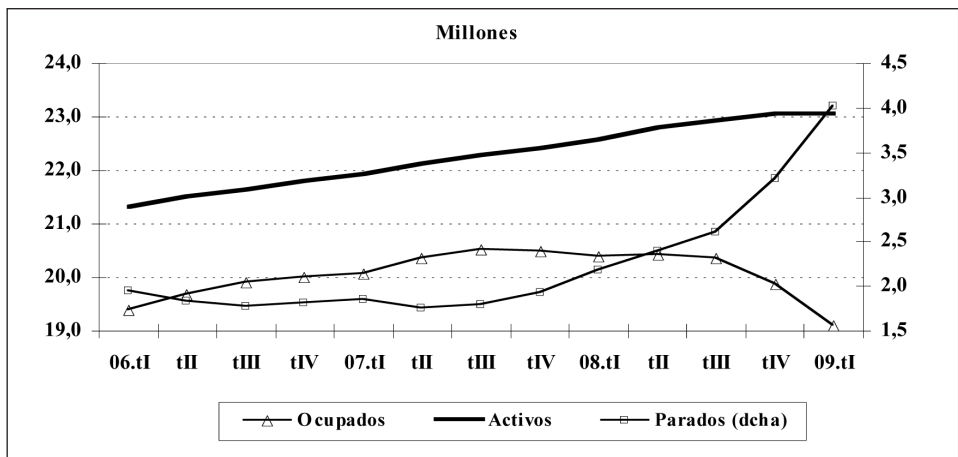
<sup>1</sup> Banco de España (2009) estima que en 2009 y 2010 el PIB real registrará tasas de variación muy negativas (-3,0% en 2009 y -1,0% en 2010).

**Gráfico 1. Producto, empleo y productividad: tasas de variación interanual**



El gráfico expresa las intensas caídas de las tasas de variación (de un trimestre respecto del mismo trimestre del año anterior) a lo largo de 2008 del producto (VAB) y el empleo (Et), más intensamente la de éste. Por ello, aumenta la tasa de variación de la productividad (Ptv), no por mejoras de eficiencia productiva, sino porque el empleo cae más que el producto. Elaborado con datos de Contabilidad Nacional Trimestral del INE.

**Gráfico 2. Evolución de activos, ocupados y parados (millones)**



El volumen de paro, medido en la escala de la derecha, aumenta mucho los últimos trimestres (alcanza 4 millones en el primer trimestre de 2009). En ello concurren dos factores: el intenso descenso del empleo (ocupados) y el notable aumento de la población activa (activos). Elaboración propia con datos de la EPA.

El análisis de la dinámica productiva de los sectores pone de manifiesto un comportamiento especialmente débil de la industria y sobre todo de la construcción (estalla la burbuja inmobiliaria al dejar de crecer los precios de las viviendas y hundirse el

componente especulativo de la demanda de viviendas). Las cifras trimestrales de la producción de industria y construcción registran tasas interanuales negativas a partir del segundo trimestre de 2008.

Los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) del INE indican que, a pesar de la crisis, aumenta a buen ritmo la población activa (hasta el primer trimestre de 2009 en el que deja de aumentar)<sup>2</sup>. Siendo el número de parados la diferencia entre activos y ocupados, se constata que el paro crece no sólo por la destrucción de empleo sino también por el crecimiento de la población activa. Así, según la EPA, en el primer trimestre de 2008 el volumen de paro era de 2,17 millones y en el primer trimestre de 2009 ascendía a 4,01 millones, un aumento de 1,84 millones. Tal incremento de parados se debe al descenso del empleo (1,31 millones) y al aumento de la población activa (525 miles). El muy fuerte aumento del paro eleva considerablemente la tasa de paro, que en sólo un año pasa del 9,6% (en el primer trimestre de 2008) al 17,4% (en el primer trimestre de 2009), con perspectivas de seguir registrando más aumentos en trimestres sucesivos<sup>3</sup>.

**Tabla 1. Activos, ocupados y parados**

	1º trim 2008	2º trim 2009	Diferencia
<b>Activos</b>	<b>22.576,5</b>	<b>23.101,5</b>	<b>+525,0</b>
<b>Ocupados</b>	<b>20.402,3</b>	<b>19.090,8</b>	<b>-1.311,5</b>
Agrario	863,7	837,8	-25,9
Industria	3.313,4	2.900,1	-413,3
Construcción	2.670,3	1.978,0	-692,3
Servicios	13.554,8	13.374,9	-179,9
<b>Parados</b>	<b>2.174,2</b>	<b>4.010,7</b>	<b>+1.836,5</b>
Tasa de paro	9,6	17,4	

Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

La muy intensa caída de la ocupación (-1.311,5 miles) se concentra en los sectores construcción (-692,3 miles) e industria (-413,3 miles), sectores ambos fuertemente afectados por la crisis. Pero también el sector servicios pierde empleo<sup>4</sup>. La caída de la ocupación afecta sobre todo al empleo asalariado con contrato temporal y a extran-

<sup>2</sup> En el primer trimestre de 2009 se reduce la población activa de residentes españoles (-0,2%) y aumenta la población activa de residentes extranjeros (+1,6%).

<sup>3</sup> Banco de España (2009) estima que la tasa de paro de la economía española alcanzará el 19,4% en 2010.

<sup>4</sup> El sector servicios empieza a reducir su ocupación relativamente tarde (en el cuarto trimestre de 2008); sin embargo en el primer trimestre de 2009 la crisis alcanza de lleno al sector, de forma que en este trimestre es el sector que más reduce su ocupación.

jeros<sup>5</sup>. Y el aumento del paro afecta tanto a españoles como a extranjeros, aunque más intensamente a éstos<sup>6</sup>.

A lo largo de 2008, dada la evolución del producto y el empleo, la productividad media del trabajo (cociente entre producto y empleo) tiene un comportamiento peculiar, registrando en los sucesivos trimestres tasas de crecimiento muy superiores a las de años anteriores. Ello ocurre no por mejoras de eficiencia productiva sino debido a que el empleo se comporta peor que el producto. El análisis de la productividad por sectores pone de manifiesto que la construcción registra un gran incremento de productividad (asociado a la intensa caída de su empleo).

## II.2. Precios y salarios

En la primera mitad de 2008 el deflactor del VAB registra crecimiento acelerado, pues aunque se modera el deflactor de la construcción, crecen mucho los deflatores de los sectores energético y agrario (por la fuerte subida de los precios del petróleo, las materias primas y los alimentos). El crecimiento del deflactor del VAB se modera a partir del tercer trimestre de 2008, a medida que los precios del petróleo dejan de crecer y se profundiza la crisis del gasto.

El salario monetario medio, influido por la evolución de los precios pero también impulsado por la destrucción de empleo de bajo salario en la construcción, crece a lo largo de 2008 de forma muy parecida a como lo hace el deflactor del VAB; de forma que el salario real apenas cambia (se comporta rígidamente). Una vez más se constata que la evolución del salario monetario no está vinculada al crecimiento de la productividad ni a la evolución de la tasa de paro. El análisis por sectores permite captar un comportamiento homogéneo de los salarios monetarios de los diferentes sectores productivos, dándose signos de comportamiento indiciado<sup>7</sup>.

---

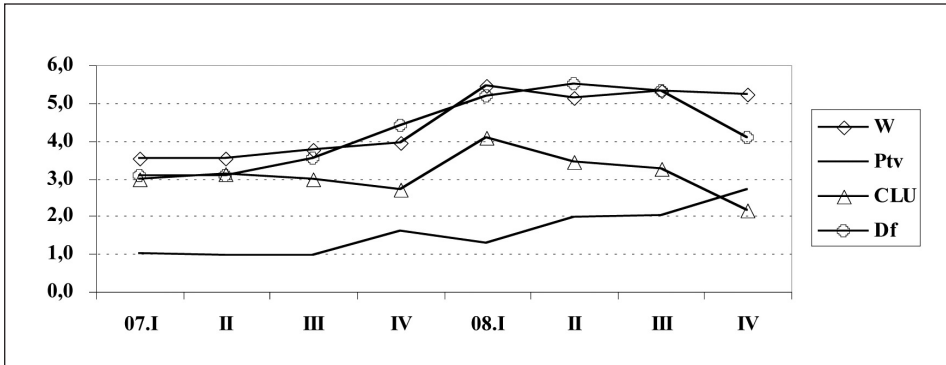
<sup>5</sup> El 80% de la caída de la ocupación corresponde a asalariados con contrato temporal. Los ocupados extranjeros descienden el 9,3%, mientras que los ocupados españoles el 6,0%.

<sup>6</sup> Entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 el número de parados de nacionalidad española aumenta en 1.254,0 miles (el 76,5%) y el de nacionalidad extranjera en 552,8 miles (el 109,5%), el resto del aumento del paro corresponde a residentes de doble nacionalidad. En consecuencia, la tasa de paro de españoles se sitúa en el 15,1% y la tasa de paro de extranjeros en el 28,4%. Ello evidencia que el colectivo de inmigrantes resulta más intensamente afectado por la crisis.

<sup>7</sup> Los salarios tienen comportamiento *indiciado* cuando la variable que principalmente explica su variación es la inflación (tasa de variación del índice de precios de consumo, IPC).

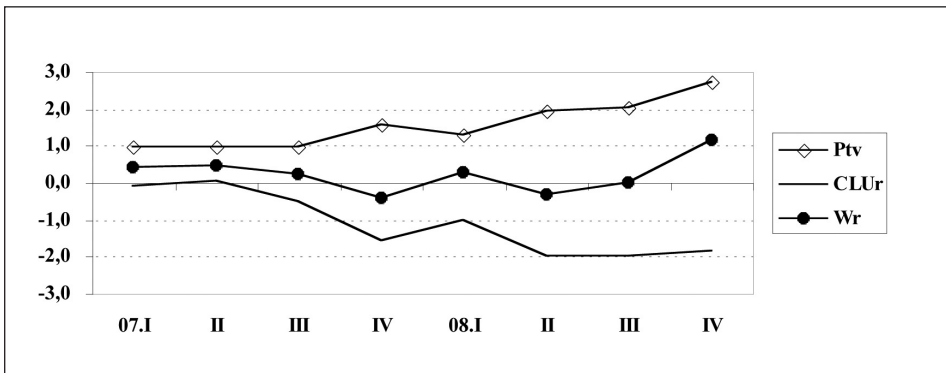


**Gráfico 3. Tasa de variación del coste laboral unitario**



La aceleración del deflactor, alentada sobre todo por el crecimiento de los precios del petróleo, pero también por el de las materias primas y los alimentos, induce el crecimiento del salario monetario (que tiene un comportamiento indiciado) por encima del crecimiento de la productividad, por lo que aumenta el coste laboral unitario nominal. Elaboración propia con datos de la Contabilidad Nacional Trimestral del INE.

**Gráfico 4. Tasa de variación del coste laboral unitario real**



Dado el comportamiento indiciado del salario monetario, el salario real apenas varía, mientras que la productividad aumenta (no por ganancias de eficiencia sino por el mal comportamiento del empleo). Por todo ello, cae el coste laboral unitario real (el coste laboral unitario nominal crece menos que el deflactor o, lo que es equivalente, el excedente de explotación crece más que la remuneración de los asalariados). Elaboración propia con datos de la Contabilidad Nacional Trimestral del INE.

La evolución del coste laboral unitario (nominal) viene determinada por el comportamiento del salario nominal (que, según se ha señalado, crece según la inflación) y la productividad (que aumenta su crecimiento por la caída del empleo). Dada la dinámica de ambas variables, el coste laboral unitario nominal aumenta, aunque

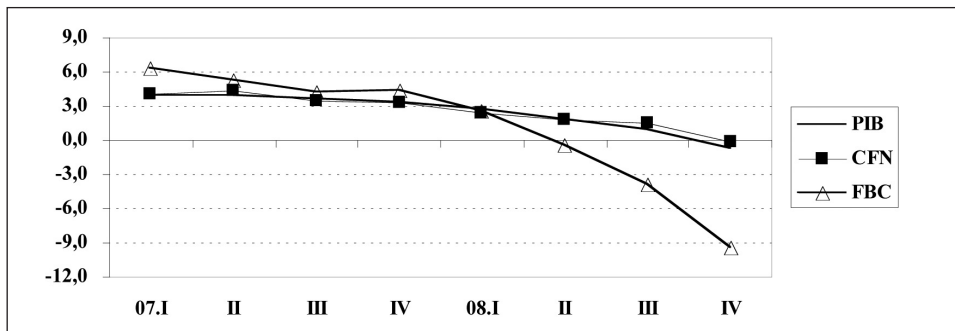
menos que lo hace el deflactor, por lo que el coste laboral unitario real desciende. En otros términos, dado que el salario real no crece y la productividad sí lo hace (por la caída del empleo), el coste laboral unitario real desciende. Ello implica el aumento del ratio entre el excedente de explotación y el valor añadido nominal (EE/VA).

A lo largo de 2008, puesto que el deflactor crece más que el coste laboral unitario nominal, el margen unitario aumenta más que ambos<sup>8</sup>. Ello evidencia que *no ha sido el coste laboral unitario la principal causa de aumento del deflactor* (nivel de precios).

### II.3. El gasto

Contemplada la dinámica macroeconómica desde el lado del gasto, se aprecia que a lo largo de 2008 tiene lugar una intensa desaceleración del gasto nacional. Tanto el consumo final de los hogares como especialmente la formación de capital (FBC) reducen su crecimiento, que en el caso de ésta se convierte en negativo a partir del segundo trimestre de 2008. En cambio, el consumo final de las AAPP incrementa su tasa de crecimiento, sin que ello evite el débil comportamiento del conjunto del consumo final nacional. El mal comportamiento de la formación de capital obedece principalmente al intenso descenso de la compra de viviendas, pero también a que la inversión en bienes de equipo tiene muy mal comportamiento, registrando tasa interanual negativa desde el tercer trimestre<sup>9</sup>.

**Gráfico 5. Tasa de variación del gasto nacional**



El gráfico muestra la intensa desaceleración de la formación de capital (FBC), muy influida por el desplome de la inversión en vivienda. Ello lógicamente induce el débil comportamiento del PIB y del consumo final. Elaboración propia con datos de la Contabilidad Nacional Trimestral del INE.

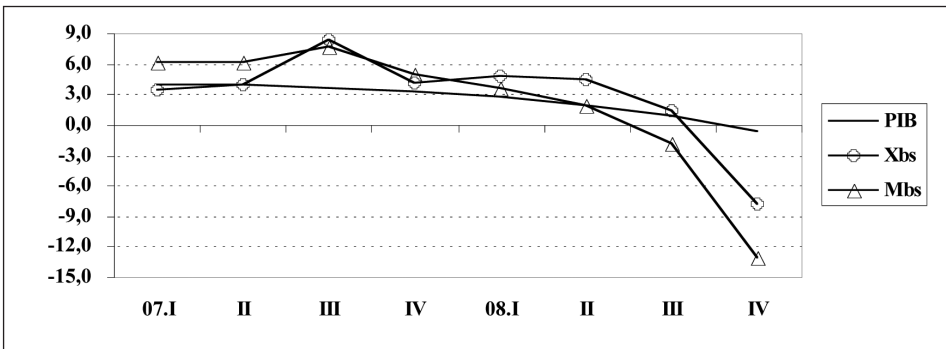
<sup>8</sup> El margen unitario (MU) viene determinado por la diferencia entre el deflactor (Df) y el coste laboral unitario nominal (CLU):  $MU = Df - CLU$ .

<sup>9</sup> Banco de España (2009) estima que en 2009 el consumo final privado caerá el 3,1% y la formación bruta de capital mucho más (el 15,1%). La espectacular caída de la inversión será debida no sólo a la inversión en construcción (que caerá el 12,9%), sino también a la caída de la inversión en bienes de equipo (-24,3%). Estas estimaciones expresan de manera elocuente la intensidad de la caída del gasto nacional, la profundidad de la crisis de la demanda de la economía española.

Como consecuencia de lo anterior, disminuye drásticamente el esfuerzo inversor de la economía española (ratio FBC/PIB) y también el peso del consumo final de los hogares en el PIB (se recupera algo la tasa de ahorro de los hogares), mientras crece el peso del consumo final de las AAPP en el PIB<sup>10</sup>.

En conjunto, el saldo que mide el exceso de gasto nacional respecto del PIB se reduce y, por tanto, también lo hace el saldo entre las importaciones y exportaciones de bienes y servicios (ambos saldos son equivalentes,  $GN-PIB = Mbs - Xbs$ ). Ello se consigue por el fuerte debilitamiento de las importaciones (muy asociadas a la evolución del PIB), superior al debilitamiento de las exportaciones (afectadas por la crisis económica internacional)<sup>11</sup>.

**Gráfico 6. Tasas de variación interanual de importaciones y exportaciones de bienes y servicios (en términos reales)**



Dada la alta elasticidad de las importaciones respecto del PIB, a medida que éste se reduce caen bruscamente aquéllas. Las exportaciones, afectadas por la debilidad económica del entorno (la crisis económica en la UE), también se reducen. Elaborado con datos de la Contabilidad Nacional Trimestral del INE.

En suma, a lo largo de 2008 y 2009, y de forma progresiva, se registra en la economía española una muy intensa crisis, en la que domina la contracción del gasto nacional debida sobre todo al desplome de la compra de viviendas pero también al progresivo debilitamiento de la inversión en bienes de equipo y el consumo final de los hogares. Todo lo cual afecta también de forma intensa a las importaciones de bienes y servicios. El debilitamiento del gasto provoca la caída de la tasa de crecimiento del PIB y del empleo. Al debilitarse más el empleo que el producto, la productividad

<sup>10</sup> La tasa de ahorro de los hogares, que en 2008 se sitúa en el 12,9%, en 2009 alcanzará según Banco de España (2009) el 16,2%.

<sup>11</sup> Ello contribuye a reducir la muy alta necesidad de financiación que venía registrando la economía española en años anteriores (-9,1% en 2008 y -5,3% en 2009, ésta última cifra según estimaciones del Banco de España, 2009).

aumenta. La caída del empleo por un lado y el notable crecimiento de la población activa por otro elevan mucho la tasa de paro. El debilitamiento del gasto, sin embargo, no se traduce en menor inflación hasta el tercer trimestre de 2008, cuando dejan de crecer los precios del petróleo, las materias primas y los alimentos. De modo que en la primera mitad de 2008 conviven aumento del paro e inflación creciente.

Pese al aumento de la tasa de paro, el salario monetario crece a una tasa semejante a la del deflactor, de manera que el salario real apenas cambia. Al no variar el salario real y aumentar la productividad (por la caída del empleo), se reduce el coste laboral unitario real y mejora el ratio EE/VA (es decir, el coste laboral unitario crece menos que el margen unitario). De manera que *no ha habido presión salarial que explique la crisis*.

### **III. Factores desencadenantes de la crisis**

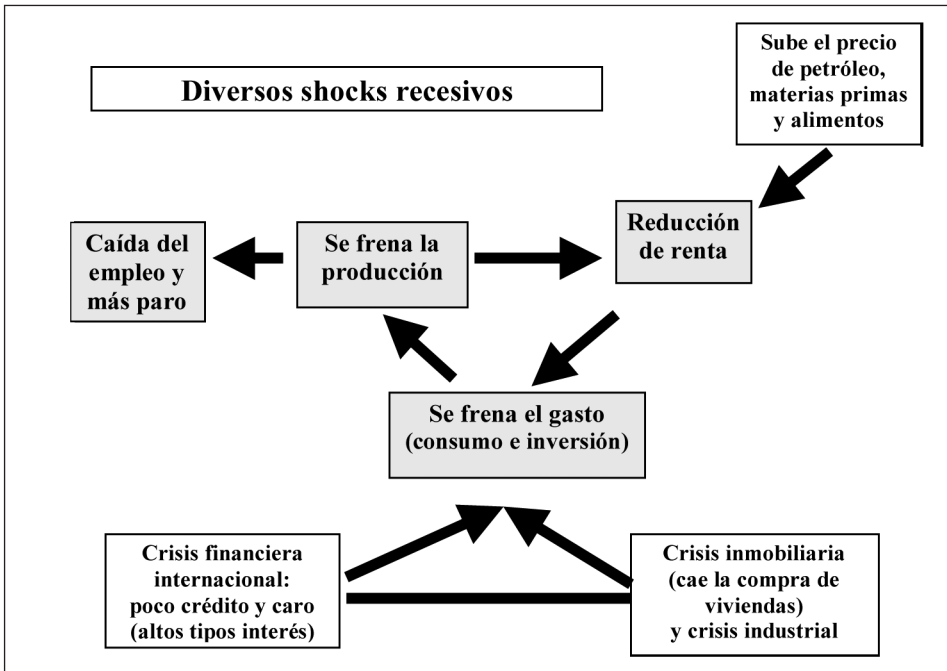
El inicio y la rápida extensión de la crisis económica en España se explican por una confluencia de causas: por un lado, la acumulación de desajustes estructurales y macroeconómicos, de carácter endógeno, y por otro lado un conjunto de perturbaciones recesivas (*shocks*), de carácter exógeno.

#### **III.1. La contradicción entre el patrón de gasto y el modelo productivo**

Al analizar las causas de la crisis, en primer lugar, es preciso referirse al componente endógeno. Ya en 2007 se dan signos de agotamiento del largo ciclo expansivo mantenido por la economía española, siendo cada vez más patente la acumulación de desajustes estructurales y macroeconómicos. El pinchazo de la burbuja inmobiliaria (por la desaceleración primero y la posterior caída de los precios de las viviendas), el creciente endeudamiento de los hogares y las empresas, el muy elevado déficit exterior, son manifestaciones de la contradicción entre el patrón de gasto (polarizado en la compra de viviendas e intensivo en consumo final, con insuficiente esfuerzo en educación y tecnología) y el modelo productivo (con pobre crecimiento de la productividad, derivado del insuficiente desarrollo de la mayoría de las ramas industriales y servicios avanzados).

A esa contradicción han contribuido no únicamente las poco oportunas condiciones financieras establecidas por el Eurosistema (que en parte del periodo fija un bajo tipo de interés básico y posibilita abundante financiación) y la exagerada e imprudente actuación de las entidades financieras, sino también las insuficientes reformas estructurales emprendidas por los sucesivos gobiernos españoles, tanto en el mercado de productos (para lograr mayor competencia en los servicios), como en el mercado de factores (para obtener mayor cualificación profesional, flexibilidad salarial y movilidad laboral).

Cuadro 1. Causas de la crisis



Los flujos de producto (empleo), renta y gasto son afectados (frenados) por diversos e intensos *shocks* adversos. Por ello, la economía española reduce su crecimiento primero y entra en recesión después. Elaboración propia.

El dinamismo económico español no podía sostenerse indefinidamente, pues a medida que avanzaba ponía las bases de su propio final: era cada vez más vulnerable, al ser incompatibles a largo plazo el patrón de gasto y el modelo productivo. Los desequilibrios acumulados por el dispar comportamiento del gasto y el producto constituían el mejor *caldo de cultivo* de la crisis.

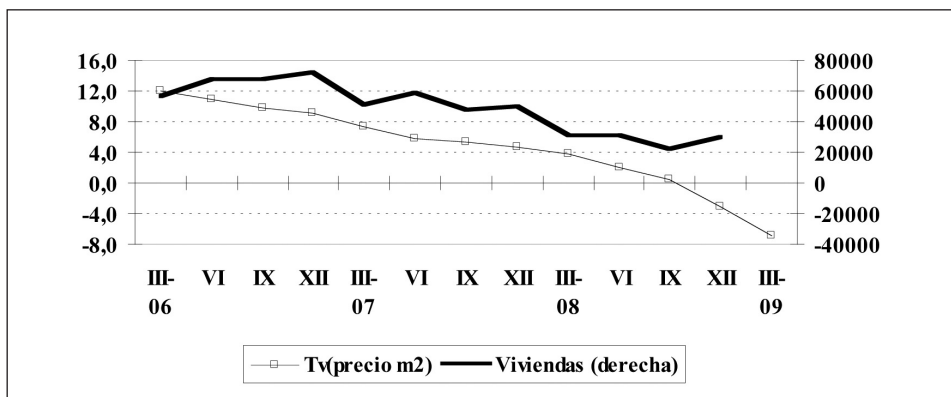
### III.2. El estallido de la burbuja inmobiliaria

Sin duda, un factor endógeno de incidencia inmediata en el inicio y evolución de la crisis ha sido el estallido de la burbuja inmobiliaria. El crecimiento de los precios de la vivienda, desacelerado desde años anteriores, se convierte en negativo a finales de 2008. Ello interactúa con la demanda de viviendas y explica la brusca caída de las viviendas iniciadas, que de 70.000 mensuales a finales de 2006 pasan a iniciarse unas 30.000 a finales de 2008<sup>12</sup>; es decir, caen las viviendas iniciadas en torno al 60%.

<sup>12</sup> Según datos publicados en la web del Banco de España. *Indicadores del mercado de la vivienda*. [www.bde.es](http://www.bde.es).

Cabe destacar la perturbación recesiva que genera este drástico reajuste de la producción de viviendas, pues por un lado se reduce el empleo y la renta de los trabajadores afectados, y por otro lado cae la actividad de las múltiples ramas (industriales y de servicios) relacionadas con la construcción de viviendas. De manera que el *sobredimensionamiento* del sector productor de viviendas impulsado por la burbuja inmobiliaria, una vez disuelta ésta, genera un intenso y necesario reajuste productivo, que activa la crisis.

**Gráfico 7. Evolución del número mensual de viviendas iniciadas y de la tasa de variación interanual del precio del m<sup>2</sup> de vivienda libre**



El gráfico permite apreciar la caída de la tasa de crecimiento del precio del m<sup>2</sup> de la vivienda libre (que se convierte en negativa desde finales de 2008) y el brusco descenso en los últimos meses del número de viviendas iniciadas (de 72.000 mensuales en diciembre de 2006 a unas 30.000 a finales de 2008). Elaboración propia con datos del Banco de España.

Hay que añadir a lo anterior que, a medida que el crecimiento de los precios de las viviendas se sitúa por debajo de la inflación y se hace negativo, tiene lugar un *efecto riqueza contractivo* (por el menor valor de los activos inmobiliarios) que tiende a frenar el consumo final de los hogares.

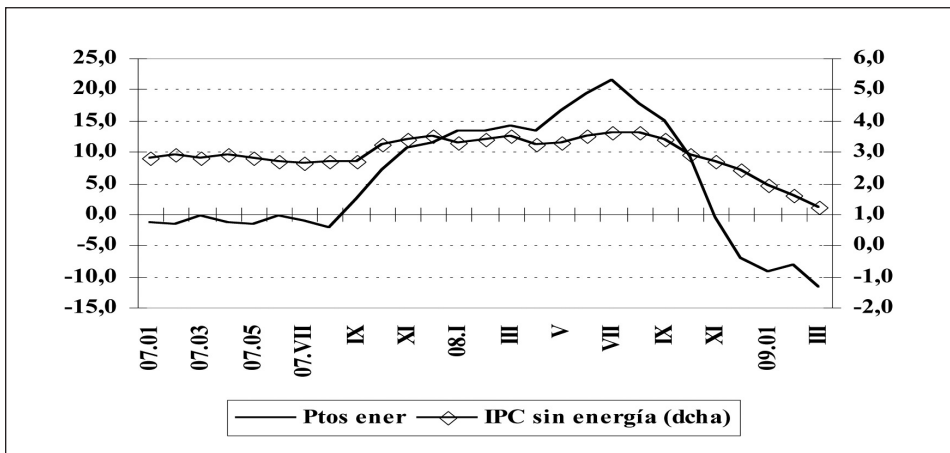
### III.3. El encarecimiento del petróleo

Otro factor recesivo para economías dependientes de la importación de petróleo (como es el caso de la economía española) ha sido el espectacular crecimiento del precio del petróleo que tiene lugar en la primera mitad de 2008<sup>13</sup>. Ello ha implicado

<sup>13</sup> El precio del barril de petróleo *brent* llegó a cotizarse a 147 \$ en junio de 2008, tras una espectacular escalada de precios, atribuible no sólo a la demanda energética inducida por el intenso crecimiento de países emergentes (China, India y otros), sino también a una fuerte *demanda especulativa*. Ello expresa la inestabilidad de los mercados que comercian con bienes o activos sujetos a especulación.

una merma de renta disponible de los hogares (a través del encarecimiento de los productos energéticos) y un alza de los costes de producción de las empresas (que de forma generalizada utilizan inputs energéticos). La fuerte dependencia de la importación de petróleo y gas natural de la economía española la hace especialmente vulnerable a los *shocks* generados por la evolución del precio del petróleo. Tras la explosión financiera y bursátil de septiembre y octubre de 2008 y el agravamiento de la crisis económica en el mundo, cae mucho la demanda de petróleo y con ella el precio del petróleo (se desinfla la burbuja del petróleo). El efecto recesivo se convierte a partir de entonces en expansivo, paliando algo la crisis.

**Gráfico 8. Tasas anuales de crecimiento del IPC y de los precios de alimentos no elaborados y carburantes**



El gráfico refleja la espectacular evolución de los precios de los productos energéticos en España debido al comportamiento del precio del petróleo. Tras la crisis financiera y bursátil de septiembre y octubre de 2008 y el agravamiento de la crisis económica en el mundo, cae mucho la demanda de petróleo y con ella su precio (se desinfla la burbuja del petróleo). Elaboración propia con datos del INE.

### III.4. La crisis financiera internacional

La crisis financiera, obviamente, genera un efecto muy adverso sobre los flujos reales (producto y empleo, renta y gasto) de la economía española, con hogares y empresas altamente endeudados, no sólo a través de la restricción y encarecimiento del crédito (que inciden en la formación de capital y el consumo final), sino también porque contribuye a crear expectativas pesimistas en los agentes económicos, con falta de confianza en la evolución futura de la economía.

La crisis financiera se inicia en los EEUU en el verano de 2007 y se propaga a lo largo de 2008 en Europa y el resto del mundo, merced a la globalización e intercone-

xión de los mercados financieros. En el trasfondo estructural de la crisis financiera se encuentran diversas circunstancias:

- La política monetaria demasiado activa y expansiva (abundante dinero a bajos tipos de interés) de la Fed (la Reserva Federal de EEUU).
- Un sistema financiero con fuerte competencia entre entidades y alto ritmo de innovación financiera que, entre otras cosas, impulsa operaciones de titulización de activos sin mercado secundario, y posteriormente genera y multiplica activos financieros estructurados a partir de los títulos creados. Ello como fórmula para expandir la actividad crediticia, aumentar los beneficios y, al propio tiempo, diluir el riesgo en que incurren las entidades cuando conceden préstamos.
- Un entorno institucional que, dominado por la idea de la *desregulación* (que ignora que los mercados financieros cometen fallos con graves consecuencias), carece de adecuada regulación y supervisión de las actividades financieras de los bancos de inversión y los fondos de cobertura (*hedge funds*), pero también de las sociedades de seguros, los fondos de inversión, los fondos de pensiones, etc.
- Asimismo, las agencias de calificación de riesgos (*rating*), por inadecuada regulación y supervisión, no son del todo independientes de las entidades a las que califican (mantienen conflictos de intereses).
- También, por falta de adecuada *normativa de valoración de activos y balances*, directivos de las instituciones financieras son remunerados de acuerdo al logro de objetivos a corto plazo, que no valoran correctamente el riesgo a medio y largo plazo de las operaciones realizadas.

En este entorno institucional desregulado, tras la superación de la crisis bursátil de principios de siglo (la crisis de las empresas tecnológicas, las denominadas *puntocom*), la política monetaria expansiva americana, la fuerte competencia entre entidades, la ingeniería financiera al servicio de la búsqueda de beneficios a corto plazo sin evaluar adecuadamente el riesgo, van generando una gran burbuja financiera e inmobiliaria en muchos países (entre ellos, EEUU, Reino Unido y España). En ella, la expansión crediticia financia la inversión productiva de las empresas y sus operaciones financieras corporativas (adquisiciones, fusiones, absorciones, etc.), pero también una expansión exagerada del consumo final de los hogares (coches y otros bienes de consumo duradero, viajes, etc.) y la compra de viviendas mediante préstamos hipotecarios.

Y parte de los particulares a los que se destinan los préstamos hipotecarios son personas sin solvencia (bajos ingresos, trabajo temporal, carencia de patrimonio), surgiendo las denominadas *hipotecas subprime* (de alto riesgo), concedidas por las entidades financieras a tipos de interés más altos, y por tanto más rentables pero más arriesgadas. Estas hipotecas de alto riesgo se conceden en cuantías incluso superiores al valor de las viviendas adquiridas, con la expectativa de la continua revalorización de las mismas (que son la garantía de los préstamos). Así, los presta-



tarios, además de viviendas, pueden adquirir bienes de consumo duradero (muebles, coches, etc.).

A partir de los préstamos concedidos (entre ellos, las hipotecas *subprime*), como forma de incrementar sus operaciones, aumentar sus beneficios y diluir el riesgo de los préstamos concedidos, las entidades financieras recurren a la ingeniería financiera (operaciones de titulización simples y complejas, estas últimas poco transparentes), creando nuevos productos financieros estructurados sobre la base de los préstamos concedidos (parte de los cuales son hipotecas *supprime*, de alto riesgo). Y estos productos financieros (algunos *tóxicos*, es decir, contaminados por las hipotecas *subprime*) se multiplican y difunden en los mercados financieros de todo el mundo (y particularmente en Europa)<sup>14</sup>.

A mediados de 2007, con el estallido de la burbuja inmobiliaria en EEUU (los precios de las viviendas que garantizan el valor de los préstamos hipotecarios primero dejan de crecer y luego caen), aumenta la morosidad, surge la crisis de las hipotecas *subprime* y se va pinchando la burbuja creada por la ingeniería financiera sobre la frágil y arriesgada base de las hipotecas *subprime*.

Desde mediados de 2007 y a lo largo de 2008, un creciente número de entidades financieras (primero americanas y luego europeas), con balances infectados por activos tóxicos, atraviesa graves dificultades de solvencia y liquidez; algunas de ellas quiebran (el caso más sonado es el de Lehman Brothers) y otras evitan la quiebra gracias a operaciones de salvamento *ad hoc* en las que intervienen gobiernos y entidades financieras privadas.

Y a partir de aquí se extiende una inaudita (desde los años 1930) falta de confianza entre instituciones financieras y bancos, dada la falta de información real y veraz (las agencias de *rating* fallan estrepitosamente en su cometido) sobre la solvencia de las entidades y en qué medida sus balances están contaminados por activos tóxicos. El resultado es que se enrarecen (paralizan) los mercados interbancarios, en los que las entidades financieras apenas se prestan dinero entre sí, y si lo hacen es a altos tipos de interés. La falta de liquidez de las entidades financieras y los altos tipos de interés se trasladan a los préstamos y créditos que los bancos conceden a la economía real (empresas y hogares).

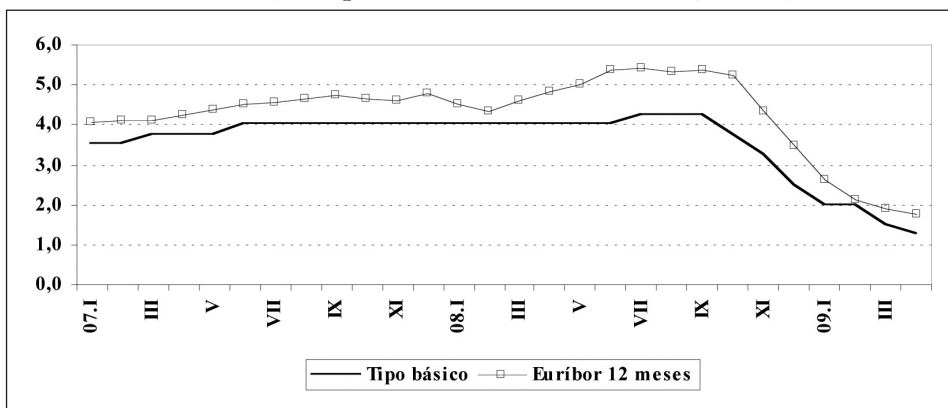
Y simultáneamente a lo anterior, en septiembre y octubre de 2008, surge una espectacular (y mediática) crisis en las bolsas de valores de todo el mundo<sup>15</sup>. Ello debido a diversos factores: por un lado, la falta de liquidez de instituciones financieras y unidades económicas genera ventas de títulos en bolsa; por otro lado, las expectativas de caída de las cotizaciones bursátiles motiva más ventas de títulos (tratando de

<sup>14</sup> Cfr. Torrero Mañas, A. *La crisis financiera internacional y económica española*. Ediciones Encuentro. Madrid. 2008.

<sup>15</sup> Entre el 1-XII-2007 y el 1-XII-2008 el índice Dow Jones (índice de las cotizaciones las acciones de la Bolsa de Nueva York) cae en torno al 40% y el IBEX-35 de la Bolsa de Madrid un porcentaje similar. Ello da idea de la intensidad de la crisis bursátil.

salvar el patrimonio financiero); y a medida que caen las cotizaciones se instalan en las bolsas expectativas de nuevas caídas, que se autorrealizan; finalmente, no cabe descartar hábiles y masivas *operaciones especulativas* que apuestan por la caída de las cotizaciones, buscando obtener beneficios en un entorno general de intensas pérdidas. A lo anterior, hay que añadir que en diciembre de 2008 se destapa el gigantesco fraude de la selectiva sociedad inversora Bernard L. Madoff Investment Securities<sup>16</sup>.

**Gráfico 9. El euríbor y el tipo de interés básico en 2007, 2008 y 2009 (abril)**



A lo largo de 2008, la falta de confianza entre entidades enrarece el mercado interbancario, registrando el euríbor (tipo de interés del mercado interbancario) una fuerte subida y un alto diferencial respecto del tipo de interés básico del BCE. Ello empieza a cambiar tras las medidas adoptadas por el BCE y los gobiernos europeos en noviembre de 2008. Elaboración propia con datos del BE.

En estas muy graves circunstancias financieras que impactan progresivamente en la economía real tienen lugar masivas *intervenciones concertadas* de los bancos centrales y los gobiernos de las principales economías.

- Los bancos centrales, por un lado, realizan inyecciones masivas de liquidez y bajan el tipo de interés básico<sup>17</sup>. Ello con el objetivo de hacer frente a los problemas de liquidez de las entidades financieras, desbloquear el mercado interbancario, y aumentar y abaratar el crédito a empresas y particulares.

<sup>16</sup> Una primera estimación de esta gran estafa, gestada durante largos años, ofrece la cifra en 50.000 mill. de \$, varias veces superior a otras grandes estafas financieras recientes (la telefónica WorldCom, la eléctrica Enron y la tecnológica Tyco), poniendo nuevamente de manifiesto fallos de mercado y de supervisión.

<sup>17</sup> El BCE, que había situado el tipo de interés básico en el 4,25% en julio de 2008, efectúa reducciones sucesivas (3,75% en octubre, 3,25% en noviembre, 2,50% en diciembre, 2% en febrero de 2009, 1,50% en marzo y 1,25% en abril de 2009). La Reserva Federal americana, que en junio de 2008 había situado el tipo básico en el 2%, lo reduce dos veces en octubre, al 1,5% y 1%, fijándolo en diciembre de 2008 en un nivel casi nulo (una horquilla entre 0% y 0,25%).

- Por otro lado, los gobiernos llevan a cabo operaciones masivas de salvamento de muy importantes instituciones financieras y aseguradoras y adoptan medidas que garantizan los depósitos bancarios, tratando con ello de evitar el pánico, la retirada masiva de depósitos, la quiebra de muchos bancos y el colapso del sistema de pagos<sup>18</sup>.

Pero, a pesar de las masivas intervenciones monetarias, al mercado interbancario tarda en normalizarse, la trampa de liquidez keynesiana parece instalada en el sistema financiero, pues los bancos absorben liquidez, pero siguen remisos a la concesión de préstamos, inmersos en un proceso de desapalancamiento (para hacer frente a eventuales aumentos de morosidad de los préstamos concedidos y temerosos de que los nuevos préstamos concedidos incurran también en morosidad), por lo que no se normaliza el crédito bancario a empresas y hogares. Por ello, los gobiernos tienen que recurrir a nuevas intervenciones, por ejemplo, creando líneas de crédito a empresas y avalando créditos concedidos por los bancos a empresas y hogares, tratando así de evitar la caída del gasto.

### III.5. La respuesta política a la crisis financiera

Como se ha comentado anteriormente, ante la intensa crisis financiera registrada inicialmente en los EEUU y posteriormente en los países europeos y emergentes, han abundado múltiples actuaciones de los bancos centrales y los gobiernos, que se resumen a continuación.

*Los bancos centrales: medidas de política monetaria.* Por lo que se refiere a los bancos centrales, la Fed americana, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales han operado sucesivas reducciones del tipo de interés básico (que influye en el tipo de interés del mercado interbancario y en los tipos de interés a los que los bancos prestan al público) y han incrementado la base monetaria (ofreciendo más dinero a las entidades financieras). Tales actuaciones han tenido como objetivo ayudar a los bancos a afrontar los problemas de liquidez y desbloquear el mercado interbancario, tratando con ello de normalizar la oferta de crédito de los bancos a la economía real. Estas inyecciones de liquidez no han tenido un éxito inmediato en la normalización del mercado interbancario y de la oferta de crédito bancario debido a la desconfianza instalada en el sistema (entre bancos y entre éstos y el público).

<sup>18</sup> Ello ocurre especialmente en EEUU, pero también en muchos países europeos. En España, sin embargo, el regulador de las instituciones financieras residentes (el Banco de España) opera con una normativa más estricta (que obliga a las entidades financieras a realizar provisiones anticíclicas). Pese a lo cual, a finales de marzo de 2009 tiene lugar la intervención por el Banco de España de Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha, afectada por graves problemas de liquidez, derivados de su excesiva concentración del riesgo en préstamos hipotecarios y el alza de la morosidad. Y dado el fuerte aumento de ésta no se descartan futuras intervenciones en otras entidades financieras. Así, en abril de 2009, la prensa (cfr. El país, 18.04.2009) ofrece datos del crecimiento de la morosidad de un grupo de cajas de ahorro, entre las que destacan Caja España y Caja Sur.

*Los gobiernos: medidas de política financiera.* Por su parte, los gobiernos de EEUU y los países de la UE han adoptado enérgicas intervenciones. En primer lugar, han elevado los umbrales de garantía de los depósitos bancarios, para evitar el pánico, la retirada masiva de depósitos, el colapso del sistema de pagos y el hundimiento del conjunto del sistema financiero. Además han realizado espectaculares medidas de salvamento de entidades con graves problemas de solvencia o en quiebra, tratando de influir en todas las partidas de sus balances. Entre ellas destacan las siguientes:

- Medidas de nacionalización temporal de bancos en crisis para recapitalizarlos, consistentes en adquisiciones por el sector público, con carácter temporal, de acciones (ordinarias o preferentes) y así asegurar su solvencia a medio y largo plazo.
- Concesión de avales públicos a los préstamos entre bancos (para generar confianza entre ellos y desbloquear el mercado interbancario).
- Oferta de préstamos (y avales a los préstamos) a medio plazo del sector público a los bancos, que permitan a éstos afrontar los problemas de liquidez y normalizar el flujo de crédito a empresas y hogares.
- Compra de activos en poder de la banca (bien activos de calidad, bien activos tóxicos).
- Impulso a reestructuraciones y fusiones entre entidades financieras, de manera que, junto a planes de reducción de costes, las entidades adopten dimensiones más adecuadas y consoliden balances más solventes.

*Planes de reforma del sistema financiero internacional.* Y entre las medidas planeadas no podían faltar reformas del sistema financiero internacional, que por su propia naturaleza deben ser objeto de consenso internacional. Porque en el trasfondo de la intensísima crisis financiera subyace una muy insuficiente regulación y supervisión de las instituciones financieras (y agencias de *rating*) y también una inadecuada normativa sobre valoración de riesgos en que incurren las entidades financieras. Al respecto, conviene hacer una breve referencia a las propuestas de reforma del sistema financiero internacional de la Unión Europea.

Con vistas a la Cumbre de Washington del G-20 convocada en 15 de noviembre de 2008, la Comisión Europea elabora un documento<sup>19</sup> que contiene su respuesta a la crisis económica en general y a la crisis financiera en particular. Partiendo del citado documento, los Jefes de Estado y de Gobierno de los países de la UE, el 7 de noviembre de 2008 celebran una reunión informal en la que acuerdan determinados principios para afrontar de manera coordinada la crisis:

---

<sup>19</sup> Commission of the European Communities. *From financial crisis to recovery: A European framework for action.* COM(2008) 706 final. Brussels, 29.10.2008.

1. Que ninguna institución financiera, ningún segmento de mercado, ninguna jurisdicción debe escapar a una regulación proporcionada y apropiada o, al menos, a la vigilancia.
2. Que el nuevo sistema financiero internacional debe basarse en los principios de responsabilidad y transparencia.
3. Que el nuevo sistema financiero internacional debe permitir que puedan medirse los riesgos para prevenir las crisis.
4. Que hay que confiar al Fondo Monetario Internacional (FMI) un papel central en una arquitectura financiera más eficaz.

A partir de los anteriores principios se formulan una serie de recomendaciones:

- Someter las agencias de calificación a un registro, a una vigilancia y a normas de gobernanza.
- Adoptar el principio de convergencia de las normas contables y revisar la aplicación en el ámbito financiero de la norma del valor justo con el fin de mejorar su coherencia con las normas cautelares.
- Decidir que ningún segmento de mercado, territorio e institución financiera escape a una regulación apropiada o, al menos, a la vigilancia.
- Establecer códigos de conducta para evitar la asunción excesiva de riesgo en la industria financiera, incluido el ámbito de los sistemas de retribución. Los supervisores deberán tener esto en cuenta para evaluar el perfil de riesgo de las instituciones financieras.
- Confiar al FMI la responsabilidad principal, junto con el Foro de Estabilidad Financiera (FEF), de recomendar las medidas necesarias para restaurar la confianza y la estabilidad. El FMI debe dotarse de los recursos necesarios y de instrumentos adecuados para dar apoyo a los países con dificultades y ejercer su función de vigilancia macroeconómica<sup>20</sup>.

Con esta propuesta consensuada, los miembros europeos del G-20 (colectivo de gobiernos de países avanzados y emergentes) acuden a la Cumbre de Washington en la que se establece un acuerdo básico (unos principios y un plan de acción)<sup>21</sup>, que sirva de base de partida para el estudio y posterior adopción de las medidas de reforma del sistema financiero internacional. También se acuerda celebrar una nueva Cumbre en Londres en abril de 2009.

*El Informe Larosière.* De cara a la reforma del sistema financiero, presidente de la Comisión Europea, José Manuel Durão Barroso, encarga a un Grupo de Alto Nivel

<sup>20</sup> Reunión informal de los Jefes de Estado y de Gobierno del 7 de noviembre de 2008. Lenguaje convenido. Bruselas. 7 noviembre 2008. [www.consilium.europa.eu/](http://www.consilium.europa.eu/).

<sup>21</sup> Cumbre de Washington. *Nosotros, los líderes*. El país 16/11/2008.

presidido por Jacques de Larosière la elaboración de un Informe sobre posibles medidas de reforma<sup>22</sup>. El Informe Larosière, presentado en febrero de 2009, contiene 31 recomendaciones, entre las cuales destacan las siguientes:

- En materia de supervisión propone crear tres nuevas autoridades europeas (bancos, seguros y valores), que deberían coordinar a los supervisores nacionales en cada una de estas tres áreas, respectivamente. La supervisión de las entidades continuaría siendo realizada por las autoridades nacionales.
- El Informe propone crear un nuevo Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, presidido por el presidente del Banco Central Europeo, que teniendo en cuenta las condiciones macroeconómicas velaría por la estabilidad financiera, detectando a tiempo riesgos globales para el sistema financiero (crecimiento excesivo del crédito, grado de endeudamiento o aumento de las operaciones financieras fuera de balance).
- Asimismo, tomando como referencia las buenas prácticas del Banco de España, el Informe propone aumentar gradualmente los requerimientos mínimos de capital de las entidades, fomentar que realicen provisiones dinámicas o anticíclicas (reforzar la solvencia en los buenos momentos para afrontar los malos momentos) e introducir reglas estrictas para los productos fuera de balance.
- También, el Informe recomienda la revisión de las reglas que regulan la actuación de las agencias de calificación de riesgos, para separar las actividades de calificación de las de asesoramiento (evitando surjan conflictos de intereses).

*La cumbre de Londres (abril de 2009)*. En abril de 2009, los Jefes de Estado y de Gobierno del G-20 reunidos en Londres elaboran por consenso un documento de 29 puntos que en contiene un conjunto de medidas y compromisos para hacer frente a la crisis financiera internacional. El documento trata de las siguientes cuestiones:

- Restaurar el crecimiento y el empleo.
- Fortalecer la supervisión y la regulación financieras.
- Fortalecer las instituciones financieras mundiales.
- Evitar el proteccionismo y promover el comercio y la inversión mundiales.
- Trabajar juntos, transformar estas palabras en hechos y revisar la evolución de los compromisos en una próxima reunión (a finales de 2009).

Con independencia de las actuaciones nacionales emprendidas, las medidas comprometidas por el G-20 implican un programa de actuaciones por un importe de 1,1 billones de \$ de apoyo para restaurar el crédito, el crecimiento y el empleo en la eco-

---

<sup>22</sup> The High-Level Group on financial supervision in the EU. Chaired by Jacques Larosière. *Report*. Brussels, 25 february 2009. El Grupo de Alto Nivel está integrado por los economistas Leszek Balcerowicz, Otmar Issing, Rainer Masera, Callum McCarthy, Lars Nyberg, Onno Ruding y el español José Pérez.

nomía mundial, en el que se triplican los recursos a disposición del FMI (hasta los 750.000 mill. de \$), se establece una nueva partida de Derechos Especiales de Giro (DEG) de 250.000 mill. de \$ y al menos 100.000 mill. de \$ en préstamos adicionales por parte de los bancos multilaterales de desarrollo (BMD). Además, se garantizan 250.000 mill. de \$ de apoyo para la financiación del comercio internacional y se utilizan los recursos adicionales de las ventas de oro acordadas por el FMI para la financiación de los países más pobres<sup>23</sup>.

#### IV. Pautas de política económica contra la crisis

Identificadas las causas y circunstancias que están detrás de la crisis de la economía española (los desajustes macroeconómicos y sectoriales suscitados por el patrón de gasto y el modelo productivo, las fuertes subidas de los precios de petróleo y sobre todo la crisis financiera), procede analizar criterios que orienten las actuaciones de la política económica.

*Patrón de gasto y modelo productivo.* En primer lugar, si ha de recuperarse una senda de crecimiento sostenido (capaz de crear más y mejores empleos), a medio plazo la economía española precisa ajustar el patrón de gasto al necesario cambio que ha de darse en su modelo productivo. Por ello, la urgencia de afrontar los problemas coyunturales no debería propiciar medidas que ignoren o vayan en contra de este cambio estructural. Por ello, conviene insistir en la necesidad de que las medidas coyunturales que se adopten favorezcan el cambio del modelo productivo, recordando que la economía española precisa medidas de política industrial en la línea de la estrategia Lisboa, que hagan posible el desarrollo de ramas industriales y de servicios de alto valor añadido y productividad, intensivas en tecnología y capital humano. A medida que la economía española vaya desarrollando su estructura productiva en la línea indicada, su crecimiento será menos desequilibrado, menos vulnerable, más resistente a eventuales *shocks* recesivos.

El cambio del modelo productivo incluye el reajuste de sectores sobredimensionados por las pautas de gasto seguidas en años anteriores (el ejemplo principal es el sector inmobiliario, pero también cabe aludir al sector del automóvil). Las medidas de política industrial no deberían perpetuar dimensiones sectoriales excesivas, alcanzadas gracias a niveles de gasto no sostenibles a largo plazo.

*Política energética.* Frente al *shock* recesivo derivado del fuerte aumento del precio del petróleo, poco puede hacerse a corto plazo en economías muy dependientes de su importación (con muy baja elasticidad importación-precio), pero sí pueden y deben

<sup>23</sup> Cfr. *Una crisis global exige una solución global*. Documento íntegro de la cumbre de los líderes del G-20 tras la reunión de Londres. Diario El país, 3 abril de 2009.

hacerse cosas a medio-largo plazo. Hay que insistir, por tanto, en una inteligente y pragmática política energética que, por un lado, estimule el ahorro de energía por unidad de producto (en la economía española hay mucho margen de mejora de la eficiencia energética) y, por otro lado, incremente la producción de energía, reduciendo la dependencia exterior (mediante el desarrollo de las energías renovables y un prudente replanteamiento de la actual moratoria nuclear). Una inteligente política energética no debe abaratar artificialmente la energía (el precio como factor racionalizador de conductas debe jugar el papel que le corresponde) y en cambio sí debe incentivar la inversión en energías alternativas y tecnologías limpias.

*Política monetaria.* Por lo que se refiere a la política monetaria, cabe destacar que es uno de los instrumentos que los bancos centrales deben utilizar (y están utilizando) frente a la crisis. Así, pensando en la Eurozona y España, el BCE debe utilizar los instrumentos de la política monetaria (tipo básico, subastas de dinero, facilidades permanentes, etc.) para los fines que tiene encomendados por el Tratado de la Unión Europea (combatir la inflación, en primer lugar, y fomentar el crecimiento y el empleo, en segundo lugar).

En momentos de intensa crisis, aun reconociendo la importancia del instrumento monetario para combatirla, el BCE no debería ceder a las continuas presiones políticas y mediáticas favorables a un excesivo activismo monetario, olvidando que la política monetaria es sólo una y no la única herramienta anticíclica, y que no es todopoderosa porque tiene limitaciones. Y tampoco debería olvidarse algo tan básico como que el precio del dinero juega un papel importante en una selección racionalizadora entre opciones diversas tanto de formación de capital como de consumo final; selección muy importante para que se consolide en los mercados de bienes y servicios (en la microeconomía real) un sano, sólido y eficiente crecimiento económico a medio y largo plazo.

Las políticas monetarias muy expansivas (abundante liquidez a tipos reales muy bajos o nulos), aunque no operara la trampa de liquidez keynesiana, tienen un importante coste en términos de eficiencia que no cabe ignorar.

*Política financiera.* Respecto de la política financiera, ante el fallo generalizado del sistema financiero internacional, con potencial incidencia en el sistema de pagos y real incidencia en el mercado interbancario y en el flujo de crédito de las entidades financieras a la economía real (empresas y hogares), aparte del aumento del umbral de garantía de los depósitos bancarios, resultan razonables intervenciones públicas con impacto en los balances de los bancos: compra de acciones (nacionalizaciones), aval público a préstamos entre bancos, préstamos a medio plazo a bancos, compra de activos en poder de la banca, etc. Entre ellas, las autoridades deben elegir las más acordes a las circunstancias del sistema financiero nacional. Por ejemplo, en el caso de España no parece necesaria la nacionalización temporal bancos, ni la compra de



activos tóxicos. En cambio, sí pueden serlo las compras de activos bancarios, así como los avales y préstamos a los bancos, sin olvidar las líneas de crédito a empresas y hogares. Sin duda, también es importante impulsar reestructuraciones y fusiones de entidades financieras. Y en la reforma del sistema financiero internacional, las autoridades españolas deben participar aportando las *buenas prácticas* de regulación y supervisión del Banco de España, reconocidas por el Informe Larosiére.

*Política presupuestaria.* En relación con la política presupuestaria (impuestos y gasto público) cabe recordar su triple potencial contribución a la eficiencia, la estabilidad macroeconómica y la equidad en la distribución de la renta. Frente a la crisis, es obvio que debe jugar un papel anticíclico. Este papel anticíclico puede realizarse dejando que operen los estabilizadores automáticos<sup>24</sup> (en la crisis se reducen las bases imponibles y la carga tributaria, por un lado, y aumentan las prestaciones al crecer el paro, por otro lado). Sin embargo, ante una recesión intensa que amenaza convertirse en depresión con deflación<sup>25</sup>, la actuación de los estabilizadores automáticos es insuficiente, siendo necesarias medidas discrecionales presupuestarias (fiscales y de gasto público).

En la crisis económica que afecta a España y a otros muchos países, parece obvio que deben adoptarse medidas presupuestarias discrecionales de carácter expansivo, pero no cualesquiera medidas. Por un lado, tiene sentido reducir determinados impuestos y cargas sociales con impacto en la actividad (la inversión empresarial y la creación de empleo), mejorando a medio plazo la eficiencia productiva. Y también tiene sentido elevar determinados gastos públicos (por ejemplo, acelerando inversiones públicas en infraestructuras, elevando el gasto en capital humano, tecnología y energías limpias) que, además de animar el gasto de la economía a corto plazo, mejoran la eficiencia productiva y la competitividad de la economía a medio y a largo plazo. Se trata, por tanto, de lograr *sinergias* entre diversos objetivos: el objetivo a corto plazo de estimular la economía y el irrenunciable objetivo a medio-largo plazo de mejorar la competitividad de las empresas y el modelo productivo.

En todo caso, no cabe ignorar el efecto conjunto sobre el saldo presupuestario (en forma de déficit público) del juego de los estabilizadores automáticos, por un lado, y las medidas discrecionales presupuestarias (impuestos y gasto público), por otro lado. Aunque tiene lógica económica aceptar el déficit público en las crisis para compensar la caída de la actividad y el empleo, el déficit no debería ser muy elevado, pues,

---

<sup>24</sup> Dejar que operen los estabilizadores automáticos implica no dejarse guiar por la regla (absurda) del equilibrio presupuestario a corto plazo (el déficit público cero en cada ejercicio); es decir, aceptar el déficit público resultante, no adoptando decisiones discrecionales de signo contrario (como reducir gasto público o aumentar impuestos).

<sup>25</sup> El término *recesión* se predica de economías que durante dos trimestres consecutivos registran tasa negativa de variación del PIB. Una recesión prolongada (más de cuatro trimestres consecutivos) se denomina *depresión*. Se da *deflación* (antónimo de inflación) cuando el IPC desciende; puede darse en depresiones profundas.

además de introducir presión en mercados financieros, elevaría mucho la deuda pública comprometiendo el futuro de la política presupuestaria. De ahí, que junto a las medidas discrecionales expansivas, y con objeto de que no aumente demasiado el déficit y la deuda pública, es aconsejable adoptar medidas de austeridad de partidas de gasto público no productivo (corriente).

*Mercado laboral.* En cuanto a las relaciones laborales, y de cara a facilitar un nuevo modelo productivo capaz de crear más y mejor empleo, no sólo a corto plazo sino también a largo plazo, conviene contemplar en España reformas laborales en la línea marcada por las *buenas prácticas* de países del norte de Europa (por ejemplo, Dinamarca), que registran bajas tasas de paro sin que ello implique merma de protección laboral y cohesión social. De esas buenas prácticas surge el concepto de *flexiguridad* laboral, que combina dosis de flexibilidad que necesitan las empresas con niveles de seguridad que requieren los trabajadores<sup>26</sup>. Varias son las implicaciones de la flexiguridad:

- La flexiguridad implica contratos laborales flexibles y fiables desde las diferentes partes que participan en las relaciones laborales: los empleadores, los trabajadores, los que tienen empleo y los que están fuera del empleo. La flexiguridad no excluye los contratos temporales (en determinadas situaciones son necesarios), pero dados sus inconvenientes manifiesta preferencia por los contratos indefinidos, con costes de despido no disuasorios que los hagan viables.
- La flexiguridad implica formación. Un grado suficiente de flexibilidad en la contratación y el despido ha de ir acompañado de seguridad en las transiciones de un empleo a otro. Pero ello depende en parte de la formación. Por ello, la flexiguridad precisa que la población laboral tenga formación profesional actualizada por el aprendizaje permanente que, por un lado, aumenta la competitividad de las empresas (al elevar la productividad del trabajo) y por otro la empleabilidad de los trabajadores (la probabilidad de tener empleo o, caso de perderlo, encontrar pronto un nuevo empleo).
- La flexiguridad exige prestaciones de paro y política laboral activa. La flexiguridad precisa sistemas de seguridad social modernos, con prestaciones de paro adecuadas. Aunque éstas pueden reducir la intensidad de la búsqueda de empleo y alargar la transición entre empleos, tal inconveniente se puede paliar con medidas laborales activadoras de la búsqueda de empleo (información de puestos vacantes, servicios de orientación, cursos de reciclaje profesional, etc.).

Reformas en la línea de la flexiguridad laboral deberían ser tenidas en cuenta en el diálogo social y en la adopción de reformas del mercado de trabajo español.

---

<sup>26</sup> - Cfr. Comisión Europea (2007). *Hacia los principios comunes de la flexiguridad: más y mejor empleo mediante la flexibilidad y la seguridad*. COM(2007) 359 final.

## V. Las medidas del Gobierno español frente a la crisis

Muchas han sido las medidas adoptadas por el Gobierno español para afrontar la crisis económica y financiera de la economía española, ofreciéndose a continuación un resumen de las principales.

*Abril de 2008.*

En primer lugar hay que referirse a las medidas fiscales, financieras y laborales adoptadas en abril de 2008<sup>27</sup>:

- Entre las *medidas fiscales* destaca la reducción a los perceptores de rendimientos del trabajo y de actividades económicas de hasta 400 € anuales de la cuota líquida total del IRPF.
- Las *medidas financieras* adoptadas impulsan la financiación de las pymes a través de la constitución de Fondos de Titulización de Activos. El Estado avala una parte de los bonos de mayor calidad crediticia emitidos por el Fondo y, a cambio, las entidades de crédito se comprometen a reinvertir la liquidez obtenida en la financiación de pymes.
- Y en el *terreno laboral* se establece un plan extraordinario de orientación, formación profesional e inserción laboral, cuya gestión ha de ser asumida por el Servicio Público de Empleo Estatal y las Comunidades Autónomas. El plan contempla subvenciones para el proceso de búsqueda de empleo y para facilitar la movilidad geográfica.

*Octubre de 2008.*

En segundo lugar, destacan las *medidas financieras* adoptadas en octubre de 2008<sup>28</sup> que crean un *Fondo* adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, financiado con emisiones de deuda pública, que contando con una aportación inicial de 30.000 mill. € (ampliables hasta 50.000 mill. €) podrá adquirir de las entidades financieras que lo soliciten y con criterios de mercado activos españoles de máxima calidad. Para garantizar que la financiación llegue a empresas y ciudadanos, el Fondo prima la adquisición de activos respaldados por nuevo crédito otorgado por las entidades con posterioridad al 7 de octubre de 2008. El Fondo creado trata de hacer frente a las dificultades de captación de recursos por parte de las entidades financieras, lo cual restringe la financiación a empresas y familias; tiene un carácter temporal, extinguiéndose a medida que se normalicen los mercados.

Asimismo en octubre de 2008<sup>29</sup>, buscando incrementar la confianza de los depositantes e inversores en las entidades de crédito, y en concertación con los gobiernos

<sup>27</sup> Real Decreto-ley 2/2008, de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica.

<sup>28</sup> Real Decreto-ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

<sup>29</sup> Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

de la UE, se fija nuevo importe garantizado por el Fondo de Garantía de Depósitos de las entidades de crédito, elevando la protección de los depósitos hasta 100.000 € por titular y entidad.

Y también, en el agitado y tenso octubre de 2008, dadas las dificultades para el normal flujo de crédito, surgen medidas financieras urgentes, adoptadas en concertación con los gobiernos de la UE<sup>30</sup>, encaminadas a impulsar la financiación a empresas y ciudadanos por parte de las entidades de crédito. El acuerdo consensuado por los gobiernos trata de facilitar por un período de tiempo limitado (hasta el 31-XII-2009), directa o indirectamente y en condiciones de mercado, avales, seguros o instrumentos similares que permitan garantizar las nuevas emisiones de deuda bancaria a medio plazo. Con ellas, los gobiernos se comprometen a garantizar la liquidez de las instituciones financieras, reforzar su estructura de capital, si fuere necesario, y facilitar la financiación del sistema financiero en el medio plazo.

En este contexto, por Real Decreto-ley se autoriza el otorgamiento de avales del Estado a las nuevas operaciones de financiación que realicen las entidades de crédito residentes en España. Para ello, se establece que durante el año 2008 se podrán conceder avales hasta un importe máximo de 100.000 mill. €. También se autoriza, con carácter excepcional, la adquisición de títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

#### *Noviembre de 2008.*

En noviembre de 2008, el Gobierno adopta medidas de apoyo a las familias con dificultades para afrontar el pago de la hipoteca y para el fomento del empleo ante el fuerte aumento del desempleo<sup>31</sup>:

- Se facilita una moratoria temporal parcial en el pago de las hipotecas, que podrán solicitar los titulares de hipoteca sobre su vivienda habitual suscrita antes del 1-IX-2008, siempre que el importe inicial de la hipoteca sea inferior a 170.000 €, no se encuentre en situación de mora y se cumpla alguna de estas condiciones: a) estar desempleado o estarlo antes del 1-X-2010 y cobrar prestación por desempleo contributiva o no contributiva; b) ser trabajador autónomo que haya cesado su negocio o acredite ingresos anuales inferiores a 3 veces del IPREM<sup>32</sup> (algo más de 18.900 €); y c) ser pensionista de viudedad.
- Se reducen las retenciones y los pagos fraccionados en el IRPF para los trabajadores que se aplican la deducción por adquisición de vivienda con financiación ajena.

---

<sup>30</sup> Real Decreto-ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico- Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

<sup>31</sup> Real Decreto 1975/2008, de 28 de noviembre.

<sup>32</sup> Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples (IPREM) es el índice de referencia en España para el cálculo del umbral de ingresos a efectos de ayudas para vivienda.

- Los titulares de cuentas ahorro vivienda que expiren en 2008, 2009 ó 2010 podrán retrasar la adquisición de la vivienda dos años (manteniéndose los cuatro años de derecho a desgravación fiscal), sin devolver las desgravaciones fiscales.
- Se amplía el plazo para vender la vivienda habitual, cuando previamente se haya adquirido otra, manteniendo la exención fiscal de la ganancia patrimonial obtenida.
- Se establece una nueva bonificación de 1.500 € anuales (durante dos años) a la contratación de desempleados con responsabilidades familiares.
- Se amplía del 40% al 60% de la capitalización de la prestación por desempleo para la conversión en trabajadores por cuenta propia e iniciar una actividad empresarial.
- Se fija una bonificación anual de la cuota a la Seguridad Social de 1.500 € a los empleadores que realicen contratos indefinidos a víctimas de violencia de género.

Asimismo en noviembre de 2008, con el objetivo de hacer frente al deterioro del mercado laboral, el Gobierno aprueba un Real Decreto-ley<sup>33</sup> por el que se constituyen dos fondos, dotados en conjunto con 11.000 mill. €:

- Un *Fondo Estatal de Inversión Local*, con un importe de 8.000 mill. €, para financiar inversiones especialmente generadoras de empleo. Con este Fondo, los municipios podrán financiar sólo obras de nueva planificación y de ejecución inmediata, que creen empleo a favor de desempleados. Este Fondo se financiará con un crédito extraordinario, que se cubrirá mediante la emisión de deuda pública.
- Un *Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo*, dotado con 3.000 mill. €. Su destino será la realización de actuaciones de inmediata ejecución, con el fin de mejorar la situación de determinados sectores económicos estratégicos y acometer proyectos de alto impacto en la creación de empleo. Este Fondo se destinará, entre otras, a las siguientes finalidades: sector de la automoción (800 mill. €); actuaciones medioambientales (paseos marítimos, repoblación forestal, limpieza de montes, etc. (600 mill. €); I+D+i (500 mill. €); dependencia (400 mill. €); rehabilitación de casas cuartel y comisarías (400 mill. €); rehabilitación de vivienda (120 mill. €) y turismo social (30 mill. €).

También en noviembre de 2008, el Gobierno aprueba una nueva línea de crédito de 10.000 mill. € (la mitad aportada por las entidades de crédito y la otra mitad por el ICO) para atender crecientes necesidades de financiación de capital circulante de

---

33 Real Decreto-ley 9/2008, de 28 de noviembre.

pymes que, siendo solventes y viables, estén sometidas a fuertes restricciones de crédito<sup>34</sup>. Tras esta nueva línea de crédito, las pymes dispondrán en 2009 de financiación a través del ICO de un importe total de 28.900 mill. € (19.000 mill. para capital circulante), triplicando en 2009 los recursos canalizados por el ICO destinados a las empresas.

*Marzo de 2009.*

En marzo de 2009 se aprueba un Real Decreto-Ley<sup>35</sup> que recoge un conjunto de medidas, con vigencia temporal (durante 2009), dirigidas a mejorar la protección social de los trabajadores desempleados, frenar la destrucción de empleo e impulsar el proceso de generación de nuevos puestos de trabajo:

- Con el objetivo de garantizar el mantenimiento de los puestos de trabajo se adoptan tres medidas referidas a los Expedientes de Regulación de Empleo (ERE):
  - Reposición del derecho a la prestación por desempleo. Con esta medida el trabajador puede recuperar la prestación por desempleo que hubiera consumido durante la suspensión de su contrato de trabajo por un ERE, en el caso de que con posterioridad se le extinga o se le suspenda nuevamente el contrato de trabajo<sup>36</sup>.
  - Bonificación en las cuotas empresariales a la Seguridad Social durante los periodos de suspensión de contratos de trabajo como consecuencia de EREs. Se trata de favorecer la regulación temporal de empleo en lugar de la extinción de los contratos de trabajo<sup>37</sup>.
  - Los trabajadores afectados por EREs podrán compatibilizar esta situación con la realización de otras actividades que coticen a la Seguridad Social. Además, las cotizaciones que tendría que hacer el empresario durante el convenio especial, que sean coincidentes con las de la nueva actividad laboral, se puedan aplicar al pago de las cotizaciones a la Seguridad Social que correspondería abonar al trabajador a partir de los 61 años.
- Se aplaza el pago de las cuotas empresariales a la Seguridad Social a empresas que atraviesan dificultades económicas con el fin de poder mantener el empleo de las mismas.

---

<sup>34</sup> Real Decreto-ley 10/2008, de 12 de diciembre.

<sup>35</sup> Real Decreto-ley 2/2009, de 6 de marzo, de medidas urgentes para el mantenimiento y el fomento del empleo y la protección de las personas desempleadas.

<sup>36</sup> El período de prestación por desempleo que el trabajador puede recuperar, en caso de extinción, será de 120 días, y en caso de suspensión, si hubiera agotado la prestación, será de 90 días

<sup>37</sup> Para ello se establece una bonificación del 50% de la cuota empresarial a la seguridad social por contingencias comunes de los trabajadores afectados por el ERE, con un límite máximo de 240 días. En estos casos el empresario debe asumir el compromiso de mantener el empleo durante un año después de la suspensión

- Se establece la bonificación del 100% de las cuotas empresariales a la Seguridad Social, por contingencias comunes, por la contratación indefinida de personas desempleadas que estén cobrando prestaciones por desempleo o la renta de inserción<sup>38</sup>.
- Para impulsar la contratación a tiempo parcial, se incrementa la cuantía de las bonificaciones de las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social, por contingencias comunes<sup>39</sup>.
- Se adoptan mejoras tecnológicas e incrementos de plantilla en los Servicios Públicos de Empleo para una más eficaz atención a personas desempleadas.
- Se agiliza el cobro del subsidio de desempleo eliminando el periodo de espera de un mes para ser beneficiario del subsidio por desempleo.

A finales de marzo de 2009, el Banco de España acuerda la intervención de Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha y el Gobierno aprueba el Real Decreto-ley 4/2009, de 29 de marzo, por el que se autoriza la concesión de garantías derivadas de la financiación que pueda otorgar el Banco de España a favor de Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha.

*Abril de 2009.*

En abril de 2009 el Gobierno aprueba un Real Decreto<sup>40</sup> que permite la creación de una nueva línea de crédito del Instituto de Crédito Oficial (ICO) para avalar por un importe máximo de 3.000 mill. € a empresas y autónomos con deudas pendientes de pago por parte de las entidades locales. Mediante estos avales, se facilita el descuento de estas facturas por parte de las entidades financieras, al respaldar el ICO el pronto pago del 100% de los importes. La medida pretende actuar en favor de pymes, autónomos y ayuntamientos, a fin de aliviar el volumen de deuda pendiente que dificulta su actividad<sup>41</sup>.

---

<sup>38</sup> Hasta alcanzar como máximo el equivalente del importe que el desempleado tuviera pendiente de percibir a la fecha de entrada en vigor del contrato con un máximo de duración de la bonificación de tres años. El trabajador contratado deberá llevar al menos tres meses en situación de desempleo y el empresario deberá mantener el empleo un mínimo de un año.

<sup>39</sup> El porcentaje de bonificación será un 30 por ciento más que la jornada pactada, sin que en ningún caso la bonificación pueda superar el 100%.

<sup>40</sup> Real Decreto-ley 5/2009, de 24 de abril, de medidas extraordinarias y urgentes para facilitar a las Entidades Locales el saneamiento de deudas pendientes de pago con empresas y autónomos.

<sup>41</sup> El Real Decreto-ley también autoriza a los Ayuntamientos y otras entidades locales a realizar operaciones de endeudamiento para financiar las deudas que contrajeron hasta el 31 de diciembre de 2008. De esta manera, podrán pagar a las empresas y autónomos las facturas que tienen pendientes con ellos por trabajos que ya han realizado. Las operaciones de endeudamiento bancario tendrán un plazo máximo de amortización de seis años, con posibilidad de uno o dos de carencia. Desde la concertación de la operación, las entidades locales dispondrán de un mes para cancelar las deudas pendientes con los proveedores. Los Consistorios estarán obligados a planificar su reequilibrio financiero y a presentar planes de saneamiento coordinados y aceptados por la Federación Española de Municipios y Provincias.

## VI. Conclusión

Una adecuada y ponderada valoración crítica de este amplio conjunto de medidas del Gobierno resulta, en abril de 2009, no sólo difícil sino tal vez prematuro. Ello debido a que es demasiado pronto para captar los posibles efectos de las medidas adoptadas. Ciertamente han sido muchas, muy variadas y han implicado un importante volumen de gasto público. Se han ido adoptando en sucesivos momentos conforme el Gobierno iba *conociendo* y *reconociendo* la intensidad de la crisis. No responden, por tanto, a un plan previo contra la crisis (tal vez imposible, dado el desconocimiento generalizado del alcance de la misma), aunque sí han sido coherentes con las medidas recomendadas por la Unión Europea y adoptadas por otros gobiernos europeos. En todo caso, las cifras macroeconómicas disponibles indican que hasta abril de 2009 no parecen haber tenido los efectos esperados sobre la actividad económica, el producto y el empleo.

Tal vez el lado más débil de la actuación del Gobierno tenga que ver con *omisiones*. Aparte del retraso en el diagnóstico y reconocimiento de la crisis, cabe referirse a la ausencia de algunas reformas estructurales. Porque entre las medidas adoptadas no se encuentran reformas estructurales que serían necesarias para que la economía española fuera cambiando su modelo productivo y saliera reforzada de la crisis: por un lado, reformas laborales en la línea de la flexiguridad laboral, y por otro lado, medidas que fomenten más intensamente la competencia en los mercados. A lo anterior cabe añadir que, mejor temprano que tarde, la economía española necesita otras reformas estructurales que potencien el sistema educativo, afronten la cuestión energética y consoliden el futuro de las pensiones públicas.

## Bibliografía

- BANCO DE ESPAÑA (2008). *Informe trimestral de la economía española*. Boletín Económico, octubre de 2008.
- BANCO DE ESPAÑA (2009). *Informe de proyecciones de la economía española*. Boletín económico. Marzo 2009.
- CONSEJO EUROPEO (2008). *Reunión informal de de los Jefes de Estado y de Gobierno del 7 de noviembre de 2008. Lenguaje convenido*. Bruselas. 7 de noviembre de 2008. [www.consilium.europa.eu/](http://www.consilium.europa.eu/).
- CUMBRE DE WASHINGTON DEL G-20. *Nosotros, los líderes*. El país, 16/11/2008.
- CUMBRE DE LONDRES DEL G-20. *Una crisis global exige una solución global*. El país, 3/04/2009.
- EUROPEAN COMMISSION (2008). *From financial crisis to recovery: A European framework for action*. COM(2008) 706 final. Brussels, 29.10.2008.
- KRUGMAN, P. (2008). *La hora de la política fiscal*. El país 19/10/2008.



- FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M. A. (2009). *Discurso de apertura del Gobernador en el Ciclo de Conferencias organizado por el Foro Cinco Días*. Madrid, 31 de marzo de 2008. Banco de España. Discursos del Gobernador <[www.bde.es](http://www.bde.es)>.
- SEGURA SÁNCHEZ, J. (2008). *Enseñanzas para los supervisores de la crisis financiera actual*. VIII Congreso Nacional de Economía. Zaragoza. Noviembre de 2008. <[www.economistas.org/](http://www.economistas.org/)>
- TORRERO MAÑAS, A. (2008). *La crisis financiera internacional y económica española*. Ediciones Encuentro. Madrid.
- VELARDE FUERTES, J. (2008). *Ante un momento decisivo de la historia económica española*. VIII Congreso Nacional de Economía. Zaragoza. Noviembre de 2008. <[www.economistas.org/](http://www.economistas.org/)>

