



---

# Universidad de Valladolid

## Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

### Grado en Economía

## El sistema bancario español y la crisis financiera de los mercados.

Presentado por:

***Sonia González Sanz***

Tutelado por:

***María Isabel Campos López***

*Valladolid, 9 de Julio de 2014.*

## **RESUMEN.**

El fenómeno de la crisis financiera ha supuesto el replanteamiento de todo el sistema financiero a nivel mundial. Las diferentes actuaciones por parte de los bancos centrales en política monetaria a nivel convencional y a nivel no convencional, son las que han marcado el ritmo de salida de la crisis y las perspectivas de crecimiento, haciendo que en Estados Unidos la salida de la crisis se haya producido antes que en Europa.

La política monetaria europea basada en medidas convencionales bajo una gran austeridad y con serios problemas en la supervisión y viabilidad de algunas entidades financieras, puso en problemas a los países de la periferia, donde a la crisis financiera se le unió la de la deuda soberana. La Troika se vio obligada a intervenir a Portugal, Grecia e Irlanda de manera total y de manera parcial a España e Italia, para lograr la estabilidad de manera progresiva a corto plazo.

El tercer nivel de análisis será la influencia de la crisis en España causada por la vinculación de la construcción al sector bancario y la politización de esta. Su sistema bancario se vio sometido a un gran proceso de reestructuración dando lugar a entidades como BFA – Bankia.

# ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>2. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.....</b>	<b>4</b>
2.1 Las Hipotecas <i>Subprime</i> .....	4
2.2 Estados Unidos como origen de una crisis financiera mundial.....	6
2.3 La propagación de la crisis a nivel mundial.....	8
2.4 La política monetaria de la Reserva Federal.....	9
2.4.1 <i>Medidas de Política Monetaria Convencionales</i> .....	9
2.4.2 <i>Medidas de Política Monetaria No Convencionales</i> .....	10
2.5 Consecuencias de la política expansiva.....	12
<b>3. LA CRISIS FINANCIERA EN EUROPA.....</b>	<b>13</b>
3.1 Crisis financiero – económica en Europa.....	14
3.2 Crisis Soberana.....	15
3.2.1 <i>Concepto</i> .....	16
3.2.2 <i>La deuda soberana y la prima de riesgo</i> .....	17
3.3 Actuación del Banco Central Europeo.....	23
<b>4. LA CRISIS FINANCIERA EN ESPAÑA.....</b>	<b>29</b>
4.1 Origen de la crisis financiera en España.....	29
4.2 Cronología de la crisis financiera española.....	30
4.2.1 <i>Fase de Contracción (2008 – 2009)</i> .....	30
4.2.2 <i>Fase de descenso y estancamiento (2010 – 2011)</i> .....	33
4.2.3 <i>Fase de recortes y ayuda de la Troika (2012 - 2013)</i> .....	35
4.2.4 <i>Periodo Actual (2014)</i> .....	37
4.3 Ejemplo de reestructuración bancaria en España. BFA-Bankia.....	38
<b>5. CONCLUSIONES.....</b>	<b>41</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>45</b>
<b>ANEXO I: Evolución de los índices bursátiles más relevantes.....</b>	<b>48</b>
<b>ANEXO II: Comparativa de la evolución de la prima de riesgo en los países periféricos.....</b>	<b>53</b>
<b>ANEXO III: evolución gráfica de las variables más representativas de los efectos de la crisis en España.....</b>	<b>54</b>

## **1. INTRODUCCIÓN.**

A lo largo de los años, la evidencia empírica ha demostrado que la Economía es una ciencia de carácter cíclico donde los periodos de auge se contraponen a los de crisis. Uno de los objetivos primordiales de cualquier autoridad gubernamental, es conseguir que esas oscilaciones sean lo menos pronunciadas posibles y que se mantengan por un igual en todas las ramas que compete dicha ciencia. Uno de sus principales ámbitos es el sistema financiero, con una creciente importancia en el sistema de las relaciones económicas internacionales, es un sector muy vulnerable por las oscilaciones económicas, y tal y como ha puesto de manifiesto la actual crisis económica, la incapacidad de contención de tales oscilaciones ha puesto en “jaque” a medio mundo.

Con el presente documento de trabajo, trataremos de identificar las causas principales de la crisis financiera, las actuaciones desempeñadas por los distintos organismos encargados de la política monetaria, y determinar si estas actuaciones han sido correctas y han favorecido a la interrupción de la parte bajista del ciclo económico en el que actualmente nos hallamos inmersos.

Para establecer tales objetivos, la metodología de trabajo está basada en el análisis de numerosos trabajos empíricos que se han desarrollado actualmente en la literatura económica, dada la importancia de la crisis y su prolongada duración.

El esquema propuesto para el tratamiento de este fenómeno pasa inicialmente por determinar el origen de la crisis y las causas de su propagación a medio mundo. En segundo lugar, analizar la incidencia en los distintos países de la Unión Europea, caracterizados por ser muy heterogéneos en cuanto a su estructura productiva, y por lo tanto, provocara distintos efectos y periodos de duración. El tercer nivel de análisis se fijará en España ya que tiene como característica relevante una fuerte dependencia del sector de la construcción y un diversificado nivel de entidades financieras. Visto esto, detallaremos como ejemplo del proceso de reestructuración bancaria el caso de BFA – Bankia y el desembolso que supuso a las cuentas públicas.

## **2. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.**

Basta con remontarse al verano del año 2007, para situar el inicio de la actual crisis financiera. No fue algo que surgiera de la nada, sino que se señalan como causas determinantes de ésta, la elevada liquidez que existía en el mercado financiero, unido a la creación de nuevos productos financieros de los que se desconocían los riesgos derivados de su adquisición.

La característica que va a diferenciar la actual crisis financiera de otras que han sucedido a lo largo de la historia económica mundial, serán los nuevos productos financieros arriesgados, nacidos como consecuencia de la innovación en complejas estructuras financieras diversificadoras de riesgo.

A lo largo de los años previos a la crisis, la economía internacional se movía en un contexto de bajos tipos de interés en un marco macroeconómico estable. Esta situación actuó de aval sobre sucesivos procesos de revalorización de los activos y dio lugar a nuevas formas de inversión muy rentables que conllevaban unos niveles de riesgo muy elevados.

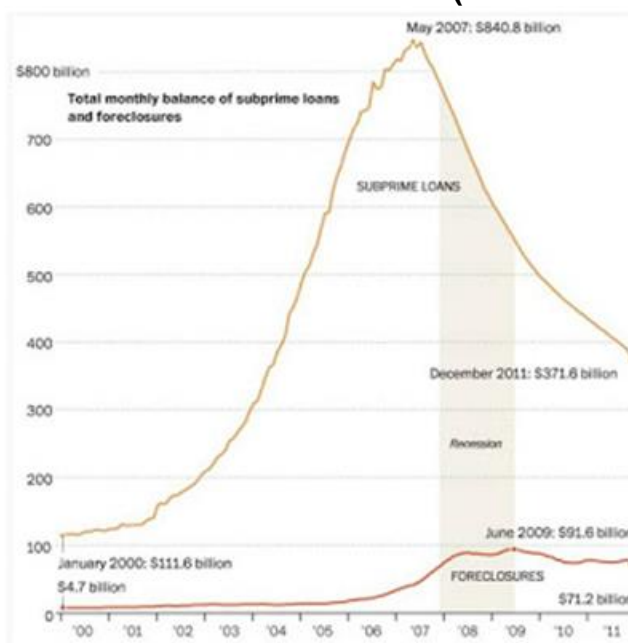
### **2.1 LAS HIPOTECAS *SUBPRIME*.**

Aunque las principales causas de que se detonara la crisis ya han sido mencionadas, el hito que pone de manifiesto la existencia de la crisis fueron las denominadas “hipotecas *subprime*”, sobre las que haremos un inciso para explicar qué son y como afectaron al sistema financiero.

Las hipotecas *subprime* o de baja calidad, son aquellas que son otorgadas a prestatarios que no reúnen todas las garantías de solvencia o lo hacen de forma dudosa por una cuantía que en muchas ocasiones es superior al valor del activo al que están vinculadas. La cada vez mayor evolución de este tipo de hipotecas, se debía a que en la mayoría de las ocasiones se vinculaban a activos procedentes del mercado inmobiliario, los cuales se hallaban en una tendencia alcista de precios, que hacía que la vivienda se revalorizase y que a través de movimientos de tipo especulativo se obtuviera una mayor financiación con la que devolver el crédito y adquirir nuevas *subprime* para obtener viviendas mejores o mejorar sus condiciones de consumo. Tal fue la importancia de este tipo de hipotecas, que en 2006 llegaron a financiar un elevado porcentaje del consumo que se realizaba en Estados Unidos.

En el siguiente gráfico, se muestra en la década pasada la cuantía total de préstamos ordinarios otorgados en EEUU y la cuantía de las hipotecas subprime.

**Gráfico 1: Evolución de la contracción de hipotecas subprime y créditos ordinarios en Estados Unidos (2000 – 2012).**



Fuente: Hermes, Economic & Outlook (2013).

Podemos ver que para ambos parámetros se refleja muy bien el ciclo alcista de la economía estadounidense, donde año a año hasta el 2007 el número de ambos era creciente.

Los préstamos ordinarios, como he comentado antes se incrementaron, hasta alcanzar cifras cercanas a los cien billones de dólares en 2007 y manteniéndose hasta la actualidad. Por el contrario, los préstamos *subprime* sufrieron un crecimiento exponencial alcanzando en 2007 cifras superiores a los 800 billones de dólares, lo que suponía que en apenas siete años, la cuantía de dinero que se prestaba a través de este instrumento financiero se había multiplicado por ocho.

Si por otro lado analizamos el inicio de la fase recesiva del ciclo, para los créditos ordinarios se mantuvo la cuantía entorno a los 100 billones, mientras que para las hipotecas *subprime* en apenas tres años se produjo una caída de 400 billones de dólares.

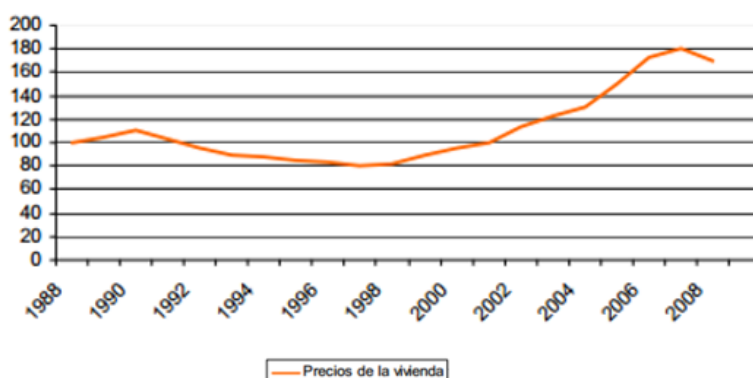
## 2.2 ESTADOS UNIDOS COMO ORIGEN DE UNA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL.

En 2006, se alcanzó el punto máximo del ciclo alcista de la economía, punto en el cual ya se hacía constatar de la existencia de desequilibrios en el sistema financiero, y aún a sabiendas de esto, se otorgaron préstamos que no deberían de haber sido concedidos. En estos momentos, el apalancamiento bancario rozaba unos niveles excesivos y comenzaron a entrar en auge los casos de insolvencia.

La Reserva Federal de Estados Unidos (en adelante FED) decidió cambiar su política monetaria entre julio de 2004 y julio de 2006. Tras la situación del mercado hipotecario, decidió aplicar una política fiscal restrictiva (subida del tipo de interés). Las consecuencias que tuvo esta medida fueron que las viviendas dejaron de revalorizarse y las revisiones de las hipotecas dispararon la carga financiera, así como la tasa de morosidad. Dado el descenso del precio de la vivienda, ya no era suficiente con actuar conforme a movimientos especulativos para hacer frente a los pagos de los préstamos. A partir de los primeros casos de insolvencia, los bancos decidieron restringir el crédito.

En el siguiente gráfico, se muestra la evolución del precio de las viviendas en Estados Unidos en el periodo previo a la crisis. La evolución de los precios tiene una clara tendencia alcista, previa a la decisión de la FED de subir los tipos impositivos. En el gráfico se ve que a partir de 2006, es cuando esta medida empieza a tener efecto y las viviendas dejan de revalorizarse.

**Gráfico 2: Evolución del precio de la vivienda en Estados Unidos (1988 – 2008).**



Fuente: Hermes, Economic & Outlook (2013).

Desde el punto de vista de la contabilidad de las entidades financieras, todas las hipotecas que se concedían, eran anotadas en los balances así como los beneficios que de éstas se derivaban. Pero los bancos, también realizaban asunción de los riesgos que corrían, por lo que debían de incrementar sus reservas conforme era mayor el riesgo de las *subprime* que otorgaban. Todo esto les obligaba llevar a cabo fuertes restricciones en el crédito que podían conceder. Los bancos, querían seguir concediendo préstamos, ya que en comisiones obtenían grandes beneficios, para ello debían de rebajar las provisiones de sus reservas y por tanto deshacerse de estos activos “tóxicos” para sus balances. Este es el momento en el que se comienzan a realizar complejas estructuras financieras en Estados Unidos basadas en titulaciones de dichos préstamos. Esto significa, que se empaquetaban estos préstamos para su venta, de forma que quien compra es quien se lleva los beneficios y asume los riesgos y quien vende gana las comisiones y pierde el riesgo vinculado a estos préstamos. Además quien vende, puede otorgar más hipotecas *subprime* y seguir ganado beneficios derivados de las comisiones.

Las agencias de *rating* como Moody's, Fitch y S&P, también tuvieron parte de culpa en este aspecto, ya que no valoraron lo suficiente el riesgo de estas complejas estructuras financieras. Estas tres agencias consideraban estos instrumentos con una alta calidad crediticia, pues estaban diversificados y contaban con el respaldo de garantías inmobiliarias. Tal fue el grado de convicción que tenían en este tipo de titulaciones, que hasta días antes de que Lehman Brothers quebrara éste gozaba de la máxima calificación crediticia por dichas agencia de *rating* (AAA, inexistencia de problemas que afecten a la capacidad de pago tanto a corto como a largo plazo).

Todo esto, dio pie que junto a la elevada liquidez con la que contaba el sistema, fueran cada vez más frecuentes las titulaciones. Se ocasionó un alto nivel de apalancamiento y las entidades financieras tomaban posiciones de largo plazo con financiación de corto plazo.

Los compradores de las titulaciones fueron en primer lugar los *hedge funds*, y estos a su vez por planes de pensiones y fondos de renta fija, por lo que el producto se encontraba muy disperso, y había multitud de pequeños partícipes de este tipo de hipotecas sin saberlo.



El deterioro del mercado inmobiliario sobre el mercado financiero se puso de manifiesto en el verano del año 2007. Aquí fue cuando las agencias de *rating*, decidieron rebajar la calificación de las titulizaciones de deuda, esto provocó que se produjera una pérdida de confianza en los *hedge funds* y en las entidades de crédito a nivel internacional.

La reacción de los bancos centrales fue inyectar liquidez en los bancos para evitar un colapso sistémico. En Estados Unidos, la caída de Lehman Brothers, el rescate de la aseguradora AIG y las perturbaciones de los mercados, indicaron que medidas llevadas a cabo a nivel particular entre las distintas entidades que estaban al borde la quiebra, no podían reestablecer la confianza en el sistema financiero. Bajo este supuesto, el Tesoro americano emitió un programa de rescate sobre todas las entidades que poseían títulos tóxicos, incluyendo a las europeas que operaban allí. Este programa pretendía asegurar la solvencia de las entidades financieras y evitar restricciones fuertes en el crédito.

Pero el mercado de préstamos interbancarios estaba congelado, ya que los bancos desconfiaban unos de otros y lo poco que prestaban lo hacían a tipos muy altos.

### **2.3 LA PROPAGACIÓN DE LA CRISIS A NIVEL MUNDIAL.**

Esta crisis se propagó rápidamente entre las economías más avanzadas debido a las múltiples relaciones económico – financieras que entre esos países existían, poniendo de manifiesto su vulnerabilidad ante las turbulencias que estaba sufriendo el sector financiero.

La FED no fue la única que actuó, sino que también otros bancos centrales como el Banco Central Europeo, el Banco de Japón o el Banco de Inglaterra, intervinieron firmemente sobre la situación de crisis. Para evitar una situación de desabastecimiento en el crédito, pusieron a disposición de los bancos en forma de préstamos, más de 400 mil millones de euros, yenes o libras.

La desconfianza que reinaba en el mercado financiero, se trasladó a todas las operaciones de crédito, provocando el colapso del valor de las acciones de los fondos relacionados con el mercado inmobiliario. Como el valor de las acciones de los grupos bancarios también caía, decidieron compensar sus pérdidas con la venta de acciones en otros sectores. Los compradores de éstas, eran conscientes de los riesgos que suponía la adquisición de estas acciones y de la

necesidad que tenían los bancos de deshacerse de ellas, por ello las compraron a precios muy bajos.

Unido a este último aspecto, el contagio de la crisis a nivel internacional se vio favorecido por la caída de valor del dólar frente al resto de principales divisas mundiales. A partir de este instante, la crisis financiera, pasó también a ser bursátil, donde los grandes índices a nivel mundial se desplomaron en cuestión de unos pocos meses<sup>1</sup>.

## **2.4 LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL.**

Tal y como hemos comentado anteriormente, la Reserva Federal estadounidense se anticipó al estallido de la burbuja inmobiliaria con una subida de tipos de interés que provocó que los precios de la vivienda dejaran de crecer.

El presidente de la FED, Ben Bernanke, nunca ha ocultado su compromiso con la economía estadounidense a la hora de tomar decisiones firmes que inspiren confianza tanto en mercados como en agentes económicos para garantizar el objetivo de estabilidad financiera.

Sin embargo, la actuación de la Reserva Federal en materia de política monetaria ha sido muy cuestionada debido a que ha empleado medidas denominadas comúnmente como “no convencionales” posteriores al manejo de medidas convencionales vinculadas a modificar los tipos de interés. A continuación trataremos de sintetizar las mismas.

### **2.4.1 Medidas de Política Monetaria Convencionales.**

Al comienzo de la crisis económica en el año 2007, el tipo de interés del mercado interbancario era muy elevado, ocasionando restricciones al crédito que más tarde afectarían tanto a la inversión como a la actividad económica. La FED decidió emplear operaciones de repos<sup>2</sup> y prestó a los bancos comerciales a través de la ventana de descuento<sup>3</sup>, donde en ocasiones normales su tipo de interés es superior al del mercado interbancario. Posteriormente, la FED bajó el

---

<sup>1</sup> Anexo I: Evolución de los índices bursátiles más relevantes a nivel mundial.

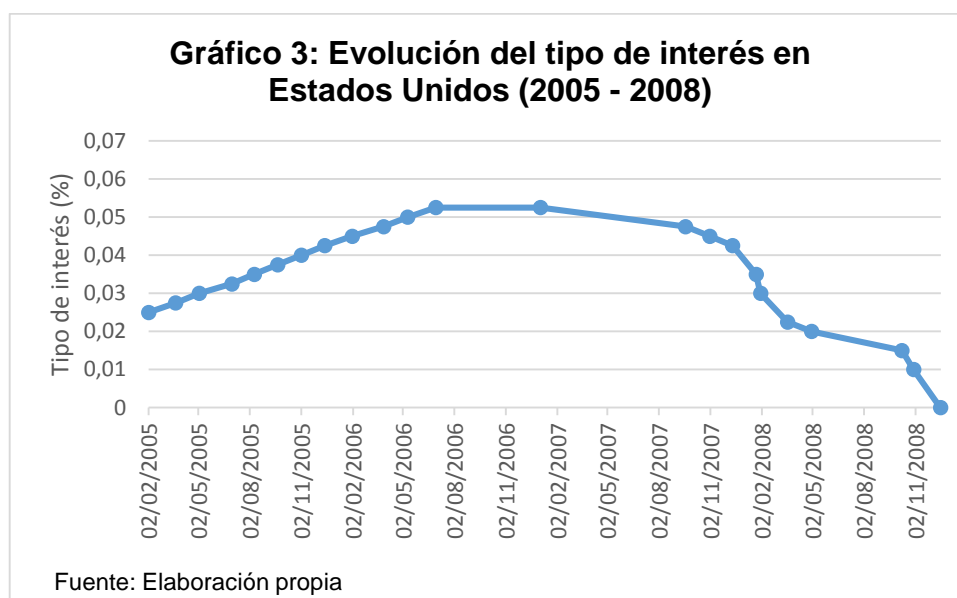
<sup>2</sup> Repos: operación con pacto de recompra, es decir, una entidad financiera vende un activo con un pacto de recompra por un precio determinado dentro de un tiempo determinado. Se suelen emplear en la adquisición de títulos de deuda fija (letras, bonos y obligaciones del estado).

<sup>3</sup> Ventana de Descuento o venta al descubierto: es una facilidad de préstamo colateralizada ofrecida a los bancos por el banco central para asegurar la liquidez de los bancos.

tipo de interés de la ventana de descuento, además de ampliar los plazos de devolución y garantías.

Conforme que la situación económica estadounidense se agravaba, los tipos de interés fueron bajando. Destaca el descenso de más de dos puntos porcentuales desde un 4,25% hasta el 2% en 2008 de un solo golpe, poniendo de manifiesto que la política económica había pasado de prevenir una inflación elevada y mantener el crecimiento económico, a evitar la caída en una recesión.

Como la crisis continuó agravándose ya que el gasto privado no aumentaba, en octubre de 2008 se pone en funcionamiento un marco de actuación coordinado por parte de la FED en el que se rebajaba el tipo de interés hasta alcanzar en diciembre de 2008, un tipo de interés situado entre el 0 – 0,25%. Esto suponía por lo tanto, que el principal instrumento de política monetaria se había agotado.



La FED recurrió entonces a otro instrumento convencional, la política de comunicación con la que influir sobre las expectativas de los agentes económicos e influir sobre la evolución de los tipos de interés de largo plazo en los mercados.

#### **2.4.2 Medidas de Política Monetaria No Convencionales: *credit easing*.**

La decisión de poner en marcha medidas no convencionales, surgió de la ineficiencia de las reiteradas disminuciones del tipo de interés para estabilizar la actividad económica. Es aquí cuando la FED ejecutó un conjunto de medidas cuyo principal objetivo era proporcionar liquidez a los mercados de crédito,

reflejar las condiciones financieras, evitar un proceso deflacionario y contribuir a la reactivación de la actividad económica. Estas medidas están vinculadas a la concesión de préstamos y la compra de activos por parte de la FED, y se pueden dividir en tres modalidades según sea la institución financiera a la que se refieren: préstamos a bancos y otras entidades financieras, suministro de liquidez a mercados estratégicos de crédito y compra de títulos de largo plazo. Estas modalidades reciben el nombre también de *Quantitative Easing (QE)*.

#### 2.4.2.1 *Préstamos a bancos y otras entidades financieras.*

Aunque a priori pueda parecer un instrumento comúnmente empleado por los bancos centrales nacionales como prestamista de última instancia, a través de éste, la FED proporcionó liquidez de corto plazo a bancos e instituciones financieras para incrementar la confianza y la transparencia a la hora de conceder préstamos e inversiones de largo plazo, de manera que no se producirán restricciones en el crédito. Por lo tanto, con este instrumento perseguían reducir el riesgo sistémico y evitar posibles “defaults”<sup>4</sup>. Además se pretendía reducir las tensiones de financiación e incrementar la disposición de bancos e instituciones financieras a prestar y crear mercados.

Del mismo modo, como los mercados financieros globales están estrechamente vinculados, los problemas de liquidez en el mercado interbancario eran notables a nivel mundial. Por ello, la FED extendió líneas de intercambio (swap de divisas<sup>5</sup>) con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional Suizo, para hacerlo más tarde con el Banco de Japón, Inglaterra y Canadá, entre otros catorce bancos nacionales más. Con esta medida se pretendió ofrecer a estos bancos centrales nacionales liquidez en dólares para hacerla llegar a sus bancos comerciales.

Como la liquidez no terminaba de llegar a los consumidores, la FED aumentó los plazos de los préstamos y la cantidad de activos empleados como garantías para las entidades que toman títulos prestados del Tesoro de la FED.

---

<sup>4</sup> Defaults: comúnmente conocido como suspensión de pagos, “Es un término habitualmente utilizado en finanzas para hacer referencia a una situación en la que el prestatario no hace frente a las obligaciones legales que tiene con sus acreedores en la forma establecida en el contrato de reconocimiento de la deuda”, (Paul Gutiérrez, J. 2014).

<sup>5</sup> Swap de divisas: venta y compra simultánea de divisas, donde en un determinado tiempo se invertirán los papeles de inversor y comprador.

#### 2.4.2.2 *Suministro de liquidez a mercados estratégicos de crédito.*

Aunque en primer lugar se tomó el paquete de medidas anteriores, la liquidez no terminaba de abastecer los mercados de crédito. Por este motivo, la FED decidió actuar sobre los mercados de crédito no bancarios ya que a ellos acuden las empresas para financiarse tanto a corto como a largo plazo, actuando como prestamista de última instancia y creando un segundo paquete de instrumentos con los que inyectar liquidez de manera directa en estos mercados de crédito. Hemos de destacar dentro de estos mercados como los más relevantes, todos aquellos que conciernen a fondos del mercado monetario y fondos de inversión colectiva. Dentro de este paquete de medidas se incluye el rescate a la aseguradora norteamericana AIG.

#### 2.4.2.3 *Compra de títulos de largo plazo.*

En este tercer tipo de medidas de la FED, buscaban como objetivo primordial la mejora de las condiciones en los mercados de crédito privado a través de la compra de valores de largo plazo para presionar a la baja los tipos de interés de los préstamos a largo plazo. Básicamente se basaron en la compra de obligaciones y titulizaciones hipotecarias de empresas vinculadas al Gobierno y relacionados con el mercado inmobiliario, de manera que la FED estaba asumiendo riesgos derivados de los subyacentes adquiridos.

### **2.5 CONSECUENCIAS DE LA POLÍTICA EXPANSIVA.**

A partir de que la FED llevara a cabo todas estas medidas de inyección de liquidez, el ritmo de crecimiento de la actividad económica de Estados Unidos se comenzó a recuperarse a partir de 2010 de una manera progresiva, así como el mercado de trabajo.

En vista a los buenos resultados que iban surgiendo, la FED decidió emplear la técnica del “*Tapering*” en diciembre de 2013, de modo que de manera progresiva y de forma mensual, las inyecciones de liquidez irán disminuyendo conforme la economía se recupere y entable una senda de crecimiento económico equilibrado. El *Tapering* se irá aplicando de manera particular, por lo que la transparencia y la garantía de disponibilidad de crédito son factores clave con los que los agentes económicos y las instituciones financieras afrontan unas expectativas futuras positivas de inversión y consumo.

El empleo de este tipo de medidas de carácter expansivo son los que han propiciado la salida de la crisis de Estados Unidos antes que Europa, que como veremos posteriormente sólo han abogado por medidas de política monetaria tradicionales, a los que hay que unir que al estar compuesto por una heterogeneidad de Estados, la capacidad de solvencia y de reacción ante shocks de demanda es muy distinta.

### **3. LA CRISIS FINANCIERA EN EUROPA.**

Si por algo se caracteriza la crisis financiera en la que estamos inmersos, es en que se propagó con tal rapidez que sorprendió a todas las potencias económicas mundiales, y el caso de la Unión Europea no fue una excepción. La crisis se extendió por los sectores financiero, empresarial e inmobiliario, alterando el nivel de vida que hasta entonces disfrutaban muchos ciudadanos europeos.

La crisis europea ha recibido varios nombres como: crisis de la deuda soberana, crisis de la Eurozona o crisis del Euro. Pero hay que aclarar, que la crisis no sólo afectó a países que tenían como moneda oficial el euro, sino que a otros que no la tenían y se vieron inmersos en la crisis por su pertenencia a Europa como fue el caso de Reino Unido.

Es necesario aclarar también, que la Eurozona es solamente una unión monetaria y no una unión política y fiscal. Esto es un factor determinante en el desarrollo de la crisis, por lo que será diferente en cada país, conforme sea su situación política y fiscal.

La actual crisis, también pone de relevancia las deficiencias en el diseño y aplicación del marco institucional sobre el que opera el Banco Central Europeo (en adelante BCE), tras la aceptación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento<sup>6</sup> (en adelante PEC) con el que se establece su independencia y su función de tratar de lograr que la deuda nacional de los países no sea excesiva. En línea con este aspecto, los Estados miembros de la Unión Económica y Monetaria (en adelante UEM) no están de acuerdo con el PEC, ya que lo ven muy exigente en cuanto a los criterios de déficit que establece y a las sanciones que determina si

---

<sup>6</sup> Pacto de Estabilidad y Crecimiento (TFUE Art. 121- 126): acuerdo elaborado en el año 1997 a través del cual los Estados miembros de la Unión Europea se comprometieron a mantener la estabilidad de la UEM a través de ciertos criterios de política fiscal, sobre los cuales se establece el proceso de convergencia con la entrada en funcionamiento de la moneda única.

se incumplen dichos criterios. Algo que a priori puede parecer que puede garantizar el nivel de déficit acumulado por los Estados, en la actualidad se ha visto que han sido numerosos los países que han rebasado esos límites y no han recibido sanción alguna.

### **3.1 CRISIS FINANCIERO – ECONÓMICA EN EUROPA. ORIGEN Y EVOLUCIÓN.**

Los primeros signos de crisis en Europa, acontecieron en agosto del año 2007. En tal fecha, el banco de inversión francés BNP Paribas restringió la retirada de depósitos en efectivo ya que tenía serias dificultades para valorar sus propiedades debido a las sendas turbulencias del mercado bancario. Ante tal hecho, el Banco Central Europeo se vio obligado a actuar por primera vez en esta crisis con una política monetaria expansiva que consistía en inyectar al mercado bancario 95 mil millones de euros para mejorar la liquidez y que la actividad bancaria no se viera paralizada a través del mercado interbancario. Esta estrategia del Banco Central ha sido repetida varias ocasiones durante los últimos años.

Tras BNP Paribas, le llegó el turno al prestamista hipotecario británico Northern Rock, el cuál acudió al Banco de Inglaterra en busca de fondos. Tras el rescate, se produjo un escenario de gran confusión y pánico en sus clientes, los cuales retiraron en cuestión de días de esta entidad más de dos mil millones de euros. De manera urgente y para que las consecuencias no fueran devastadoras para el sistema financiero británico, el gobierno decidió garantizar los depósitos, cosa que en octubre de 2008 haría la Unión Europea a través de la Directiva sobre esquemas de garantía de créditos. En esta Directiva, se especificará la cantidad de 50.000 euros como el mínimo para asegurar todos los depósitos en los Estados miembros, que en 2010 se elevó tal mínimo a 100.000 euros.

Hasta la primera mitad del año 2008, los dirigentes de los diferentes países de la Unión Europea, no estaban preocupados por una futura crisis ya que parecía que la situación financiera se había tranquilizado en el marco europeo. No es hasta septiembre de 2008 cuando Lehman Brothers quiebra, y surge la preocupación por el funcionamiento del sistema financiero y la confianza que en éste se tenía, derivada de la globalización. En este contexto, es cuando se empiezan a dar los primeros casos de compras y rescates financieros de bancos.

A finales de 2008, las predicciones sobre la economía de la Unión Europea eran bastante deplorables. En noviembre de ese mismo año, Eurostat comunicaba que tanto la Eurozona como la Unión Europea se hallaban en recesión.

En 2009, los países miembros de Europa central y oriental, estaban siendo sacudidos fuertemente por la crisis del sistema financiero con una importante inseguridad de inversión y una bajada de la demanda de productos occidentales ocasionada por la falta de crédito. Países como Hungría, Letonia y Rumanía recibieron préstamos de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Pero no solo la crisis afectó al este, sino que en economías del oeste tuvo unas consecuencias devastadoras. Países como Reino Unido, Irlanda, Italia, Grecia, España y Portugal, todavía siguen bajo la sombra de la crisis. Varios de estos casos serán analizados de forma particular posteriormente, pero destaca el caso de Reino Unido e Irlanda con sus economías muy vinculadas a los servicios financieros y el caso de Irlanda, Italia, Grecia y España, que sufrieron y sufren actualmente las consecuencias de la crisis de la Deuda Soberana a consecuencia de haber tenido una calificación incorrecta del crédito durante todo el periodo alcista del ciclo.

A finales de 2009, es cuando los mercados comienzan a poner de manifiesto la situación a nivel particular que sufre cada país. En este contexto, en octubre de 2009 se lleva a cabo la revisión de las cuentas públicas griegas, ocasionando una pérdida de confianza que se trasladó a otros países cuya situación fiscal era también bastante mala. Es aquí cuando los expertos datan el surgimiento de la crisis soberana, que se materializa en mayo de 2010 con las primeras medidas de apoyo a la economía griega y también medidas de apoyo contra el incremento de los *spreads*<sup>7</sup> en los países periféricos de la Unión Europea.

La situación que provocó la crisis, llevó tanto a gobiernos como a bancos centrales a tomar medidas de urgencia si de verdad querían frenar la recesión y acabar con la crisis financiera.

### **3.2 CRISIS SOBERANA.**

Tal y como se ha mencionado anteriormente, la Deuda Soberana ha jugado un papel determinante en el desarrollo de la crisis económica en unos países más

---

<sup>7</sup> Spreads: margen resultante entre la diferencia de compra y la de venta de un activo financiero.



que en otros. Ha sido un factor muy relevante, sobre todo en los denominados vulgarmente “PIIGS”, es decir, los países periféricos del sur de Europa formados por Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España.

A continuación, vamos a determinar el concepto de Deuda Soberana y cuál ha sido su papel en la crisis, que tanto ha complicado la situación de los países anteriores.

### **3.2.1 Concepto.**

Hasta hace poco, era bastante frecuente ver como a diario los medios de comunicación emitían noticias en las que la deuda soberana era protagonista. La deuda soberana, la prima de riesgo o las inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo pasaron a formar parte del vocabulario de cualquier europeo preocupado por la situación económica de su país, pero es dudoso el concepto e idea que la población tiene de estas variables.

Previo a explicar el papel de este instrumento financiero en la crisis, haremos referencia a explicar brevemente el concepto de Deuda Soberana y su funcionamiento.

Deuda soberana, es lo que comúnmente se entiende por deuda pública, es decir, es el conjunto de obligaciones que contrae un Estado frente a otro Estado o a particulares. La contratación de deuda soberana supone por tanto, una forma de obtener recursos financieros por parte de una entidad pública mediante la emisión de títulos de valores.

Los Estados europeos tienen un límite del 60% de su PIB de endeudamiento en deuda soberana, según se acordó en el Tratado de Maastricht, ya que la superación de tal límite supondría una irrupción del funcionamiento habitual de la política monetaria común.

Los estados disponen de tres mecanismos de deuda soberana, conforme sea el plazo de vencimiento deseado:

- Letras del Tesoro: activo emitido por el Tesoro público y con vencimiento inferior a 18 meses.
- Bonos del Estado: se emiten a tres y cinco años y son una forma de inversión a medio y largo plazo.
- Obligaciones del Estado: se emiten a diez, quince y treinta años, por lo que son un método de inversión a muy largo plazo.

La ventaja que tiene el uso de la deuda soberana, es que es un instrumento de inversión que inspira confianza para sus compradores, ya que genera rendimientos y es muy difícil que un Estado incumpla sus obligaciones. Los inversores exigen los tipos de interés a los que quieren que les sea remunerado el derecho financiero que adquieren, conforme a la calificación que las agencias de *rating* otorguen al Estado emisor.

Otra característica de este instrumento a parte de la confianza que inspira a los inversores, es que se estructura a plazo fijo. Esto significa que hasta la fecha de vencimiento no se puede recuperar la inversión, por lo que a los estados les interesa que exista un mercado de valores donde negociar los títulos, cuyo precio depende de la evolución del tipo de interés. El inversor que quiera deshacerse de los títulos, acudirá a este mercado a vender los títulos a un precio superior del de adquisición.

### **3.2.2 La Deuda Soberana y la prima de riesgo como agravantes de la crisis financiera en los países periféricos.**

La crisis de Deuda Soberana ha puesto de manifiesto que el grado de convergencia y de cohesión entre los países miembro de la UEM no es el mismo, evidenciado en el grado de solvencia. Esta diferencia tiene su origen en el grado de cumplimiento de la Teoría de Integración Óptima<sup>8</sup>, cuyos criterios fueron impuestos como necesarios para que el proceso de integración económica y monetaria fuera fructífero. Los países del Norte – Centro de Europa, fueron los que cumplieron los criterios preventivos a través de los cuales se garantiza la capacidad de control de los ciclos económicos y de los shocks de demanda agregada. Sin embargo, el problema radicó en los del Sur, de manera que sólo pudieron cumplir el papel paliativo y compensador, de modo, que sólo mantienen con estos en común el presupuesto comunitario. Es aquí donde el grado de solvencia adquiere protagonismo, y por lo tanto, la financiación de los países de la UEM a través de deuda soberana. Los del Norte serán capaces de hacer frente al reembolso de la deuda soberana, mientras que la falta de previsibilidad y de control de los shocks de demanda agregada afectó de una manera más intensa a los del Sur.

---

<sup>8</sup> Teoría de Integración Óptima: “para que el proceso de integración funcione, las economías han de cumplir una serie de características comunes (papel preventivo), en el caso de que así no sea, han de dar un paso añadido (papel paliativo y compensador)” Mundell, R.A. (1961).

La incapacidad de previsión y solvencia de los países periféricos, será la detonante de la deuda soberana. Unido a esto, hay que tener en cuenta que a unos países les costó más que a otros financiarse debido a las oscilaciones al alza que sufría su prima de riesgo<sup>9</sup>. A continuación, analizaremos como la deuda soberana unida a las oscilaciones de la prima de riesgo, pusieron al borde de la quiebra a todo el sistema financiero de los países periféricos.

Si bien hasta el año 2009 el sistema financiero europeo estaba sufriendo los efectos de la crisis provenientes desde Estados Unidos, a partir de esta fecha es cuando entra en juego la crisis soberana que acabará convirtiéndose en la crisis del euro poniendo en tela de juicio la viabilidad de la UEM. Se propagó una desconfianza generalizada en los inversores exigiendo un mayor rendimiento del capital que invertían.

Tras la quiebra de Lehman Brothers, el BCE para prevenir posibles *defaults* creó la Comisión Europea de Supervisión (en adelante CES), cuya función sería llevar a cabo una serie de supervisiones sobre el sistema de créditos y llevara a cabo la gestión de la Junta Europea de Riesgos Sistémicos para asegurar un cierto nivel de estabilidad financiera.

A comienzos del 2009, la prima de riesgo comenzó a crecer debido a la desconfianza que se estaba dando sobre el funcionamiento del sector bancario y a las ayudas que los Estados otorgaban a dicho sector. A mediados de este año, se dio a conocer el estado de las finanzas griegas, lo cual supuso una crisis de confianza en la UEM y un incremento generalizado de la prima de riesgo en todos los estados respecto a 2008.

Ya en el año 2010, las finanzas griegas estaban sumidas en una profunda crisis debido a que cada vez se exigía un mayor rendimiento por su deuda. Esto le llevó a pedir ayuda a la UEM y al Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI), haciendo que su prima de riesgo se disparara y tomara valores cercanos a los 500 puntos básicos. Esta ayuda se basaba básicamente en un paquete destinado a mejorar el déficit público, lo cual no fue suficiente y sus bonos

---

<sup>9</sup> Prima de Riesgo: también conocida como riesgo país, es la diferencia entre el interés que se pide a la deuda emitida por un país cuyos activos tienen mayor riesgo respecto de otro libre de riesgo y con el mismo vencimiento. En el caso de la Unión Europea, las primas de riesgo de los países miembro se miden en referencia con el tipo de interés del bono alemán a diez años.

siguieron bajando de precio. A finales de 2010, su prima de riesgo oscilaba ya valores próximos a los 1.000 puntos básicos.

Como las finanzas griegas seguían evolucionando a peor, tanto el BCE como el FMI y la Comisión Europea (la Troika), se vieron obligados a intervenir las finanzas griegas produciéndose la primera gran crisis de la deuda en la UEM.

Las agencias de *rating* – no hemos de olvidar que las agencias de calificación más importantes a nivel mundial eran norteamericanas, y el empeoramiento de las condiciones de inversión en Europa favorecía a la canalización de la inversión hacia Estados Unidos – rebajaron la calificación a numerosos países donde la griega llegó a alcanzar el nivel de bono especulativo por parte de S&P y Moody's. La calificación de los países de la UEM previa a la crisis era la máxima (AAA), y conforme esta bajaba se disparaba su prima de riesgo, ya que consideraban que sus bonos cada vez eran de una peor calidad y por lo tanto los inversores cada vez exigirán un mayor rendimiento por el capital que están dispuestos a adquirir.

Todas estas circunstancias provocaron la depreciación del euro, que unido a la gran volatilidad de los títulos de deuda, el sector financiero tuvo que enfrentarse a pérdidas debido a la infravaloración de la deuda soberana.

A mediados de 2010, comenzaron a realizarse las Pruebas de Resistencia Bancaria (*Bank Stress Test*) para demostrar cuanto estable era el sistema financiero europeo a nivel conjunto y a nivel individual por entidades, para garantizar una cierta transparencia a los inversores a la hora de acometer las inversiones. Este test incluía a los recursos propios (capital más reservas, acciones y participaciones en preferentes) ponderados por el riesgo de los activos. Los resultados fueron mejor de lo que se esperaba donde a nivel individual sólo siete entidades suspendieron el test, de las cuales cinco eran españolas (Caixa Catalunya, Caixa Tarragona y Caixa Manresa, Caja Duero y Caja España, Banca Cívica, Unnim y CajaSur) más un banco alemán y más un banco griego intervenido. Este test reforzó la confianza que se tenía sobre las entidades de crédito y las primas de riesgo descendieron ligeramente.

A lo largo del 2010, el consejo de Gobierno del BCE mantuvo constante el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Ante

tipos de interés tan bajos, las instituciones financieras comenzaron un proceso de apalancamiento en deuda soberana. Las entidades captaban fondos del BCE al 1,75% y lo destinaban a la adquisición de deuda pública, con tipos en torno al 4%, obteniendo un margen del 2,25% en cada operación. Los excedentes iban, de nuevo, destinados a la inversión en deuda pública, cerrándose el mercado interbancario y limitándose la financiación a particulares y empresas.

El BCE decidió comprar deuda pública para relajar la prima de riesgo griega de manera temporal e inyectar un segundo paquete de financiación conforme iban cumpliéndose los objetivos de déficit.

Pero Grecia no era el único país con dificultades, a finales de 2010 Irlanda acudió al igual que Grecia al FMI y a la UEM, con el consecuente disparo de la prima de riesgo cercano a los 600 puntos básicos. El sistema bancario irlandés se vio sometido a un fuerte proceso de reestructuración. Este hecho hizo que la desconfianza se propagara por las economías periféricas elevando sus primas de riesgo.

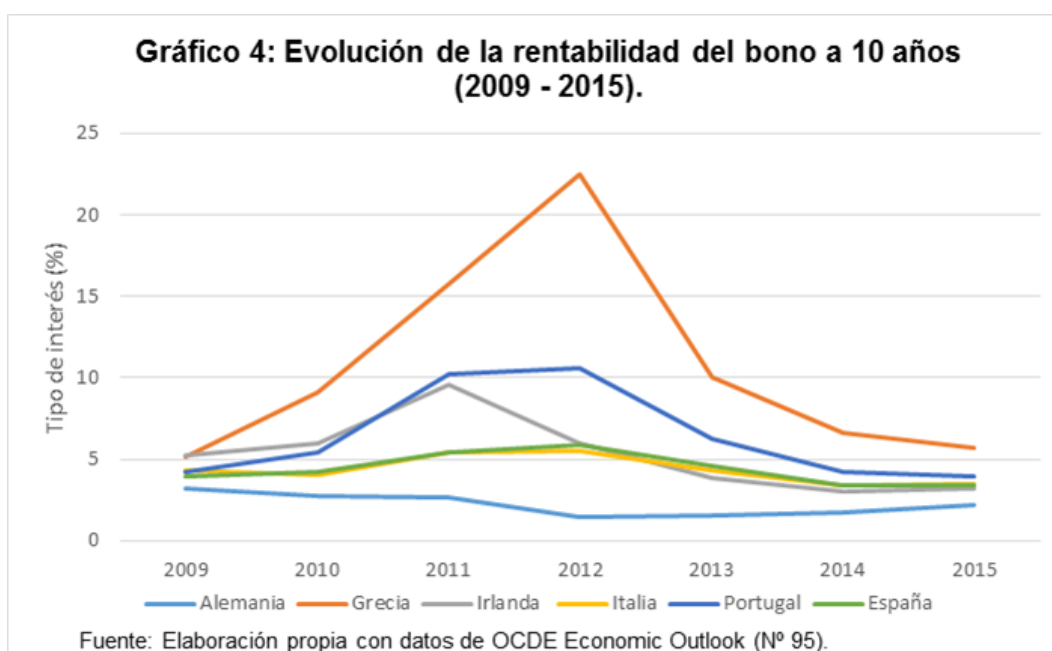
Pronto se dio la incorporación a las economías con problemas de Portugal, España e Italia. Todas ellas afrontaron elevados crecimientos de su prima de riesgo. El caso de Portugal está vinculado con el incumplimiento de sus objetivos de déficit público, mientras que España e Italia se vieron afectados por la crisis de una manera muy similar sin llegar a estar intervenidos. Ambos no tenían un nivel de deuda muy elevada y cumplían el Pacto de Estabilidad (déficit público inferior al 60% del PIB), pero se contagiaron de las tensiones en los mercados de deuda europeos. Estos países también se vieron afectados en medida que la economía alemana cada vez se hacía más fuerte, por lo que el diferencial del bono a 10 años respecto el alemán cada vez era mayor.

En el año 2011, Portugal pidió también asistencia financiera al FMI y a la UEM debido a que se incrementó notablemente el tipo de interés al que debía de hacer frente con su deuda. También hubo que diseñar un nuevo plan de rescate para Grecia que agravó la situación en los mercados de deuda, excediendo los máximos desde la creación de la UEM. Además, la deuda italiana creció a tal nivel que sólo fue superada por la griega, por lo que se temía una nueva oleada de rescates a la que no se sabía si la UEM iba a ser capaz de hacer frente.

La prima de riesgo seguía en tendencia ascendente llegando la de Italia a alcanzar los 200 puntos básicos, la de España superó los 300, la de Irlanda y Portugal por encima de los 900 y la griega se encontraba disparada entorno a los 1.300 puntos básicos, suponiendo un progresivo encarecimiento de la rentabilidad a remunerar a los inversores de capital.

En este contexto, se comienza a cuestionar si la cabida de estos países en el euro es viable, puesto que los que han recibido un rescate completo y se enfrentan a unas condiciones de ajuste de sus economías más duras probablemente no puedan hacer frente al pago de los rescates.

En 2012, se baraja la posibilidad de la salida de Grecia de la UEM puesto que precisa otro nuevo paquete de ayudas ligado a realizar sendas reformas estructurales. Es aquí cuando saltan las alarmas puesto que Grecia tenía una probabilidad elevada de realizar un *default* y producirse un episodio similar al “Corralito” en Argentina en el año 2000. A mediados de este año se plantea un rescate para España pero sólo de manera parcial sobre el sector bancario con el fin de sanear los balances de activos tóxicos. Esto supuso otro incremento generalizado de las primas de riesgo, y la puesta en duda del funcionamiento de UEM tal y como se diseñó tras el Tratado de Maastricht. El BCE compró bonos españoles como italianos para frenar la actividad especulativa e impedir así que los tipos de interés tomaran valores desmesurados que pusieran todavía en un mayor desequilibrio los mercados financieros.



Si analizamos el gráfico anterior acerca de la comparación de la rentabilidad del Bono a 10 años de los países periféricos y Alemania, vemos que las sendas medidas de estabilización de los mercados financieros así como los rescates, reflejan una disminución muy notable de las rentabilidades, como en el caso griego, respecto al bono alemán.

La diferencia de la rentabilidad de cualquier país europeo respecto al bono alemán a 10 años, es lo que establece la prima de riesgo.<sup>10</sup>

Podemos observar el comportamiento de las rentabilidades española e italiana muy parejas, debido a que la intervención de sus economías no fue total y en la actualidad tienden a disminuir y a la convergencia. Otra rentabilidad del bono a 10 años que en la actualidad tiende a convergir con la española y la italiana es la portuguesa, si bien en el momento que se efectuó su rescate evolucionaba de manera pareja a la griega, las sendas reformas están haciendo situar la rentabilidad portuguesa respecto a la alemana en niveles previos a la crisis.

El caso griego es muy diferente, puesto que la dimensión y las oscilaciones de su rentabilidad de manera brusca han estado presentes a lo largo de estos últimos años. Tras los continuos paquetes de ayudas que recibió, la diferencia con la rentabilidad alemana que estaba descendiendo, cada vez se acrecentaba más, llegando casi al borde de la quiebra estatal.

Algo que contribuyó a que cada vez fuera mayor la dispersión de las rentabilidades periféricas del bono a 10 años respecto a la alemana, fue el afianzamiento de la economía alemana y sus activos como medios de inversión, esto hacía disminuir la rentabilidad alemana a 10 años e incrementar por lo tanto la diferencia con el resto de países.

Tal y como podemos ver en el gráfico los esfuerzos que se han realizado para tratar de hacer converger las rentabilidades a largo plazo con la alemana y devolver el equilibrio al mercado de bonos a lo largo de 2013 y en la actualidad están surtiendo efecto, y la crisis de deuda soberana está pasando a un segundo plano.

Si bien está claro, que los continuos desembolsos que ha realizado la Troika en programas de ayudas han sido a cambio de enormes esfuerzos por parte de los

---

<sup>10</sup> Anexo II: Evolución de las primas de riesgo en los países periféricos de la Unión Europea.

países, que como en el caso de Grecia tal y como ha afirmado Christine Lagarde del FMI han sido excesivos. La devolución de la deuda y los sendos recortes necesarios para ajustarse a los criterios de financiación de estos organismos están dificultando la salida de la crisis económica – financiera ya que a la demanda interna de estos países le está costando reaccionar y por tanto, las perspectivas de crecimiento debidas a la recuperación de la demanda interna no crecen al ritmo esperado. Sin embargo, si hay algo que está favoreciendo a la recuperación de la crisis económica - financiera es la demanda externa, donde en los PIIGS es primordial debido a la ganancia en competitividad exterior a causa de los costes laborales.

### **3.3 ACTUACION DEL BANCO CENTRAL EUROPEO. CRONOLOGÍA DE SU INTERVENCIÓN.**

A lo largo de todo el documento de trabajo se ha mencionado varias veces la actuación en diversos aspectos del BCE, pero en este apartado nos centraremos en cuales fueron las medidas ejecutadas caracterizadas por ser contrarias a las empleadas por la FED, éstas al más estilo convencional.

A la hora de analizar las actuaciones del BCE se distinguen claramente dos etapas diferenciadas, en primer lugar la toma de decisiones vinculada a frenar la recesión en la que se encontraba inmersa la eurozona tras desatarse la crisis económica, y en segunda lugar las medidas de apoyo y supervisión a las entidades bancarias proclives a su reestructuración como consecuencia de la crisis de deuda soberana.

Uno de los grandes debates que se han abierto con la crisis económica, es si las instituciones europeas han actuado correctamente ante esta situación. Las críticas que mayor trascendencia han tenido contemplan la actuación separada que han llevado a cabo los distintos países. Aunque la actuación no ha sido uniforme en todos los países, todos han reformado varios aspectos de las economías nacionales bajo el paraguas de la Unión Europea basado en una política común de austeridad que les ha impedido seguir la estela de Estados Unidos que ha abogado por una política más “derrochadora” y de medidas no convencionales.

La primera actuación de los responsables de Economía de la Unión Europea ante las consecuencias de las hipotecas *subprime*, fue en el año 2007 con la



elaboración de un mapa de ruta, el cual contemplaba ciertos aspectos de mejora de la gestión de la transparencia de las entidades financieras y de conocimiento del riesgo de los mercados financieros. El objetivo era diseñar estructuras que facilitaran la supervisión y que impidieran las crisis bancarias transfronterizas. El BCE proveyó de liquidez de manera generalizada a través de operaciones de mercado abierto (*fine tuning operations*) a los distintos bancos centrales nacionales de manera que inicialmente satisfizo la demanda bruta de liquidez de los bancos centrales nacionales y luego mediante una serie de instrumentos retiraría el exceso de liquidez. Inicialmente también se acordó ampliar el plazo de los préstamos de política monetaria mediante un aumento del peso relativo de las operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO según su acrónimo en inglés), en detrimento de las denominadas operaciones principales de financiación (MRO, según su acrónimo en inglés), cuyo plazo de vencimiento es de una semana.

En definitiva, el BCE tuvo que hacer frente a un cambio de demanda de liquidez debido a la crisis de confianza y a la incertidumbre reinante en los mercados.

El BCE también tomó acciones a nivel transfronterizo, ya que como hemos visto anteriormente acordó diversas actuaciones junto a la FED y otros bancos centrales como fue abrir una línea de swap de divisas para garantizar liquidez en dólares a entidades crediticias no residentes en la UEM.

Tras el desplome de Lehman Brothers en 2008, se reunieron los jefes de Estado y Gobierno de la Eurozona para acordar un “Plan de Acción” en el que se diseñó el procedimiento para llevar a cabo rescates bancarios y que la crisis no pasara a otros sectores vinculantes de la economía europea. Meses más tarde, se decretó que todos los estados miembro de la Unión Europea deberían acogerse a ese plan.

Un mes más tarde, ya a finales de octubre de 2008, la Comisión Europea publicó un documento de trabajo titulado “De la crisis financiera a la recuperación: un marco para la acción europea”<sup>11</sup> en el que se establecen los criterios que se van a llevar a cabo para analizar en bloque el sector financiero europeo, la

---

<sup>11</sup> “De la crisis financiera a la recuperación: un marco para la acción europea”: síntesis elaborada por Unión Europea en la que se recogen los supuestos básicos del plan de recuperación económica tanto a nivel europeo como global. Este Plan distingue actuaciones tanto a corto como a largo plazo. En las de corto se presta especial atención a los ciudadanos, empresas y sistema bancario; en las de largo plazo se busca la consolidación de una economía sostenible y capaz de mantener un crecimiento continuado. Este plan también establece la creación de nuevos organismos de supervisión y su coordinación para garantizar la estabilidad.

coordinación de los esfuerzos al estímulo y la organización de la acción internacional, vitales para garantizar el marco sobre el que se sostiene la UEM. Este plan distinguía dos tipos de supervisión, la macroprudencial y la microprudencial. A ambos niveles se vio que este plan fue todo un fracaso, ya que a nivel macroprudencial los responsables del Banco Central Europeo fueron incapaces de alertar sobre los riesgos potenciales, y a nivel microprudencial, los miembros de los Bancos Centrales Nacionales como responsables no obtuvieron los resultados que persiguieron debido al elevado nivel de bancos que se declararon insolventes y tuvieron por tanto que ser rescatados.

A parte de este plan, se detallaron nuevas medidas que incluían entre otras que las MRO y las LTRO dejaran de subastarse a tipo variable y lo hicieran a tipo fijo para poder hacer frente a todas las demandas de liquidez. También se detalló una nueva operación de inyección de liquidez que vencía a la misma vez que el periodo de mantenimiento de reservas mínimas, con lo que se garantizaba un elevado grado de certeza respecto al nivel de liquidez necesario para cumplir con el coeficiente de caja.

Otra de las medidas que se ampliaría de nuevo en mayo de 2009 fue la admisión de nuevos activos como colaterales respecto a las operaciones de política monetaria, para evitar desabastecimientos de liquidez por parte del BCE a las entidades de crédito y la ampliación del plazo de vencimiento de las operaciones de política monetaria mediante la incorporación de una nueva operación especial cuyo vencimiento es a un año realizada mediante un procedimiento de subastas a tipo fijo para satisfacer a toda la demanda.

Sin embargo en 2008, una de las medidas que más destaca y que mayor expectación va a otorgar en lo referente a la política monetaria, es la puesta en funcionamiento de medidas convencionales, con la bajada de los tipos de interés. El BCE los había mantenido constantes durante toda la fase alcista del ciclo económico favoreciendo sin quererlo a movimientos especulativos detonantes de las sendas burbujas inmobiliarias. En octubre se pronunció con una bajada del 4,25% al 3,75%, que a finales de año situaría en el 2,50%, lo que suponía en apenas cuatro meses la reducción del tipo de interés en casi dos puntos porcentuales. Esta bajada tan tajante del tipo de interés iba en la línea de lo que estaba realizando la FED en Estados Unidos, pero no con la misma

transparencia y sensación de control de la situación con la que inspirar confianza a la inversión.

A lo largo del año 2009 continuaría bajando el tipo de interés hasta en mayo alcanzar el 1%, en menos de un año la caída del tipo de interés fijado por el BCE se había cuantificado en un 3,25%. Pero esta no fue la única medida tomada en mayo, ya que el BCE puso en marcha acciones que podrían considerarse de tipo no convencional como fue el programa de compra de *covered bonds*<sup>12</sup> donde se incluían activos financieros como las cédulas hipotecarias españolas, por un valor de sesenta mil millones de euros. Con esto se perseguía mejorar la liquidez de los mercados de este tipo de activos afectados de lleno por la crisis, ya que con el importante peso que tienen en el sistema financiero, un bloqueo en este sector se podría traducir en restricciones y sobrecostos del crédito, dificultando el funcionamiento de la política monetaria.

Con la irrupción de la crisis de deuda soberana, en el año 2010 se crea el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) para ayudar a los países con dificultades financieras tal y como hemos visto los sendos rescates percibidos por Irlanda, Portugal y Grecia en el apartado anterior, siempre supervisados por la Troika (Comisión Europea, FMI y BCE). En este periodo el BCE se ve obligado a acudir a los mercados secundarios de deuda a comprar bonos para frenar los procesos de contagio, este programa fue conocido como el Programa de Activos de Mercado. Aunque el importe inicial de compra ascendió hasta los 60.000 millones de euros, la compra se fue reduciendo progresivamente. Pero cuando a mediados de 2011 se puso de manifiesto el posible rescate a España e Italia, el BCE se vio obligado a reinstaurar las subastas a seis meses si quería evitar defaults de manera inmediata. La evolución de movimientos especulativos hizo reaccionar al BCE, y se decidió a subir los tipos de interés un 0,5% que a finales de año tendría que devolver de nuevo al 1% si no quería poner en riesgo el acceso a la financiación de las entidades bancarias, pero que no terminaba de llegar a ciudadanos y a empresas, lo cual complicaba la salida de la crisis al estar la demanda interna completamente hundida.

---

<sup>12</sup> Covered bonds (cédulas en España): “Son instrumentos de deuda que incorporan una doble vía de recurso: en primera instancia, el acreedor puede reclamar a la entidad financiera y, en caso de no tener éxito, puede recurrir a una cartera de activos compuesta por préstamos garantizados por bienes inmobiliarios, préstamos concedidos a entidades públicas u otros activos. La mayoría de los covered bonds se rigen por un marco jurídico y regulatorio específico”. (Fitch Ratings)

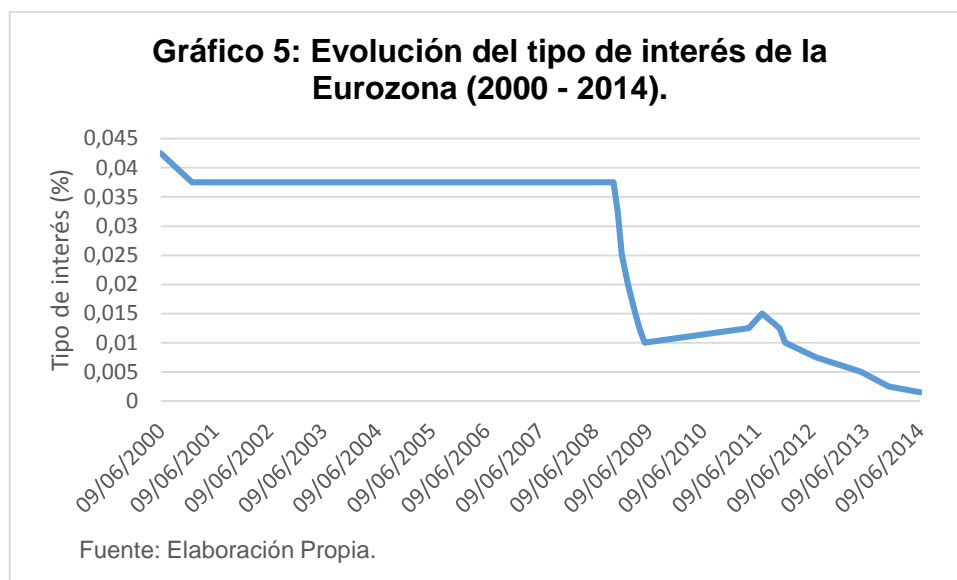
En este mismo año, los responsables del Banco Central Europeo se constataron de este fracaso en su paquete de medidas dado que la situación económico-financiera no dejaba de empeorar en algunos países, y crearon la actual Junta Europea de Riesgo Sistémico, para que a nivel macroprudencial fuera el encargado de realizar las labores de supervisión y utilizar mecanismos eficientes de evaluación de riesgos, así como emitir las alertas a las que se expone el conjunto de la UEM ante shocks agregados en la demanda.

Por otro lado, a nivel microprudencial se crea el Sistema Europeo de Supervisiones Financieras, cuya principal labor es llevar a cabo una supervisión activa y coordinada de los países. Dentro de este Sistema se crean varios mecanismos con los que garantizar la estabilidad como lo son: MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad) creado por el Consejo Europeo cuyo fin es llevar a cabo una gestión permanente de la crisis siempre bajo el objetivo de estabilidad para la zona euro; el MUS (Mecanismo Único de Supervisión) que es responsabilidad del BCE y va asumiendo responsabilidades de supervisión de manera que los bancos rescatados son los primeros en su punto de mira, posteriormente los bancos sistémicos y por último el resto de entidades financieras; y el MUR (Mecanismo Único de Resolución) a través del cual se procede a liquidar entidades y que inicialmente fue dotado con 55.000 millones de euros. Con todo esto el BCE se convertía en el único responsable de la supervisión financiera, y con la aplicación de los mismos criterios a todos los países se quería conseguir un papel preventivo frente a futuras crisis.

En el año 2012, el BCE seguía siendo consciente de que por muchas inyecciones de liquidez que hiciera a las entidades financieras, la mejora de la supervisión bancaria y los procesos iniciados de reestructuración bancaria en muchos países, la situación de la demanda interna no mejoraba, así que decidió volver a bajar los tipos de interés creyendo que así iba a solucionar los problemas de financiación a familias. Con un tipo de interés ya situado en el 0,75% y al borde de la deflación esta situación apenas mejoraba, y en determinados países de la eurozona las expectativas de crecimiento que poco a poco se recuperaban, solamente estaban vinculadas al crecimiento de la demanda exterior.

La misma estrategia llevó a cabo en mayo y en noviembre de 2013, donde el tipo de interés se hallaba en mínimos históricos con un 0,25%. El problema de fondo para la recuperación seguía siendo el mismo, puesto que el grado de

incertidumbre ante la poca transparencia de las acciones encomendadas por el BCE no animaba ni a familias ni a inversores, así que en contra de todo pronóstico, el BCE a comienzos de junio de 2014 decidió ya casi agotar la política monetaria por la vía del tipo de interés, situándolo en un 0,15%. Toda esta evolución de los tipos de interés la podemos ver en el siguiente gráfico:



Además, en este último paquete de medidas propuestas por el BCE se han detallado las siguientes medidas:

- Reducción del tipo de interés a un -0,10% que el BCE paga a los bancos por depositar en él. Es decir, los bancos tendrán que pagar al BCE un 0,10% de lo que depositen para evitar que el BCE acumulen excesos de liquidez y que fluya el dinero por el sistema.
- La aprobación de un crédito a largo plazo (cuatro años) de 400.000 millones de euros a los bancos para que lo presten a las empresas (sobre todo pequeñas y medianas) para facilitarles el acceso al crédito.

Con estas tres medidas el BCE busca en última instancia el acceso a la financiación de familias y empresas, para que el crédito vuelva a fluir y se vuelva a recuperar el ritmo de crecimiento económico en la eurozona.

## **4. LA CRISIS FINANCIERA EN ESPAÑA.**

### **4.1 ORIGEN DE LA CRISIS FINANCIERA EN ESPAÑA.**

España al igual que el resto de países de la Unión Europea, se vio afectada por la crisis financiera que estaba aconteciendo a nivel mundial en el año 2008. El efecto no fue el mismo en todos los países de la UE, ya que el sistema financiero español fue uno de los más afectados a nivel internacional. La causa de esto radica principalmente en el peso que a lo largo de la última década estaba teniendo el sector de la construcción en la economía española, y en tal momento se estaba produciendo un ajuste que estaba ocasionando un debilitamiento de la actividad económica y una grave destrucción de empleo en dicho sector. Si a todo esto unimos el endeudamiento del sector privado, familias y empresas, y un exceso de capacidad en el sistema bancario, tenemos los factores necesarios para que la crisis financiera produjera una inestabilidad económica muy difícil de frenar.

Durante la fase del último ciclo alcista en la economía española, se produjo un auténtico “boom inmobiliario” que llevó a construir un número de viviendas e inmuebles superior al que realmente se demandaba a un ritmo de precios que no cesaba de subir. El sector inmobiliario se vio sacudido por la actividad especulativa, así como por hogares que invertían sus ahorros en los inmuebles. De este modo se propició un excesivo endeudamiento del sector privado, que se favoreció de un sistema de bajos tipos de interés y una excesiva liquidez imperante en los mercados financieros internacionales. Este “boom inmobiliario” supuso que la construcción fuera un sector del que dependiera fuertemente la economía española. De esta situación el sector financiero salió muy dañado ya que se puso en entredicho su hasta entonces característica estabilidad, transparencia y fiabilidad.

Si algo también puso de manifiesto esta crisis, era la necesidad de actuar ante los problemas estructurales que padecía este sector, en especial con las cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Estas habían crecido de una manera desmesurada, ofreciendo condiciones a los créditos que eran incapaces de mantener siendo cada vez menos rentables, ya que la financiación cada vez era más cara. Además contaban en sus balances con numerosos activos no rentables, y con algo fundamental como era la falta de transparencia debido a la politización de su gestión, que debido a la falta de conocimientos de sus gestores

y a la búsqueda de su propio interés, acabaron arruinando a numerosas cajas de ahorros.

## **4.2 CRONOLOGÍA DE LA CRISIS FINANCIERA ESPAÑOLA: CONSECUENCIAS DE LA CRISIS FINANCIERA Y ACCIONES DE POLÍTICA MONETARIA.**

### **4.2.1 Fase de Contracción (2008 – 2009).**

A pesar de que a finales del año 2007 es cuando surgen los primeros problemas en la economía española vinculados a la caída de la actividad del sector de la construcción, es en 2008 cuando empiezan a materializarse los efectos de este hito.

Las previsiones de crecimiento se desvanecieron a mediados de 2008, ya que esta se estimaba en un 3,8% y que en realidad alcanzó respectó al año anterior un 0,9%. Es en el tercer trimestre de este 2008 cuando empieza a decrecer el PIB y lo continuará haciendo hasta finales de 2011. En este contexto es donde se aprueba el famoso “Plan E”, cuyo objetivo era hacer crecer el empleo, ya que desde el comienzo de 2008 estaba en una continua senda de destrucción. Esta fue una medida típica keynesiana, debido a que se disparó el gasto público; pero no fue un plan eficiente, ya que se creó empleo pero de carácter temporal conforme fuera la duración de la actividad a la que se dedicara dicha ayuda. Otra medida de corte keynesiano fue la aprobación de deducciones impositivas a numerosos grupos sociales, lo que supuso que dejara de entrar dinero vía impuestos en un momento en el que España lo necesitaba.

Si continuamos en la línea del empleo según Eurostat, la tasa de desempleo aumentó 3 puntos porcentuales durante el año 2008, y 6 durante el 2009, situando la tasa total de población desempleada en cifras en torno al 18%. En menos de dos años, la tasa de paro se había doblado y crecía a un ritmo imparable.

**Tabla 1: Tasa de paro en España (2007 – 2009).**

<b>Periodo</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>España</b>	8.2	11.3	17.9
<b>UE 15</b>	7.4	7.5	9.4

Fuente: Elaboración propia con datos de OCDE Economic Outlook (Nº 95).

Otra de las variables relevantes que se ve afectada en este contexto de crisis es la Demanda Nacional, donde las caídas del consumo privado, de la inversión y de las importaciones, hicieron que esta variable descendiera un 8% solamente

salvada por el incremento de las exportaciones. Este aspecto desde la vía de la demanda se va a mantener constante durante toda la crisis. Por el lado de la oferta, las caídas más relevantes las encontramos en el valor añadido bruto (VAB en adelante) de la construcción y la industria, mientras que en los servicios permaneció constante.

Es en 2008, cuando la bolsa empieza a tambalear, y el IBEX-35 comienza una caída continuada en su nivel de puntos básicos. Al comienzo de esta crisis cotizaba en torno a los 16.000 puntos básicos, animado sobre todo por la presencia en este índice de grandes constructoras e importantes grupos bancarios. Tras confirmarse los datos del primer trimestre de 2009 de desempleo, el IBEX-35 alcanzó su cota más baja en este periodo, cercano a los 7.000 puntos básicos, lo cual suponía una pérdida de más de 8.000 puntos en poco más de un año.



En esta época el sector financiero español, se encontraba “atónito” ante la situación que se le venía encima. Años antes, había sido puesto de ejemplo a nivel mundial como un sistema transparente y eficiente debido a la gran cantidad y diversidad de entidades financieras, y cada vez contaba con un papel más relevante a nivel internacional, ya que los principales grupos españoles financieros estaban inmersos en un proceso de internacionalización y expansión. El estrecho vínculo que mantenían los sectores construcción – financiero, residía en que el sistema financiero era la principal fuente de recursos de la construcción para la concesión de créditos con los que llevar a cabo nuevos proyectos inmobiliarios. Las entidades financieras españolas tenían enormes beneficios tanto por la concesión de hipotecas, como por la concesión de créditos a grandes



inmobiliarias, ambos en condiciones nada estrictas. Por el lado de las familias, se otorgaban hipotecas con unos criterios flexibles, ya que como el precio de las viviendas estaba continuamente revalorizándose, en caso de impago los bancos se quedarían con el inmueble y lo venderían a un precio superior y obtendrían por tanto más beneficios. Por el lado de los grandes promotores, la mayoría de las veces no se analizaba la viabilidad del proyecto a la hora de conceder el préstamo por la misma razón de revalorización de las viviendas. A esto hay que añadir, que los consejos de dirección de los principales grupos bancarios y cajas de créditos, estaban excesivamente politizados y se concedían préstamos a inversores cercanos a éstos sin medir las consecuencias de un impago.

Con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, ni empresas ni familias pudieron hacer frente a los pagos de los créditos y a unos tipos de interés que no dejaban de subir (aunque el Banco Central Europeo lo mantuviera constante hasta 2009), además de que con la venta de los inmuebles ya no podían pagar el préstamo, puesto que las viviendas habían comenzado a devaluarse.

Las entidades bancarias comenzarán un proceso de embargo de inmuebles (activos tóxicos) que tendrán el efecto comentado en apartados anteriores, de cuyos balances querrán desprenderse las entidades para no tener que destinar tanta cantidad de sus beneficios a reservas. Este será un reto al que habrán de enfrentarse durante toda la crisis para depurar sus balances.

Como las cajas de ahorros estaban sufriendo problemas de solvencia a corto plazo y no podían acudir al mercado interbancario (su tamaño, estabilidad y capacidad de pago no eran las suficientes) varias entidades decidieron fusionarse. Esto llevó a que en 2009 previo a la creación del FROB, el Banco de España se viera obligado a intervenir Caja Castilla La Mancha, ya que estaba en serias dificultades de hacer frente a los criterios que establece el Fondo de Garantías de Depósitos.

A mediados de 2009 se crea el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), cuyo objetivo principal gestionar los procesos de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Contaba con 9.000 millones de euros, 2.250 de los Fondos de Garantía de Depósitos y 6.750 con cargo a los presupuestos. El papel de las agencias de *rating* también fue determinante. Hasta entonces habían mantenido para España una calificación de AAA dada la “calidad” del sistema financiero español puesto que no dejaba de crecer. Sin embargo, a partir

de 2009 procederán a rebajar esa calificación hasta llegar a niveles muy bajos cuando posteriormente entre en juego la crisis de deuda soberana. La primera en actuar fue Standard & Poors, que otorgó en 2009 a España una AA, calificación que irá bajando a lo largo de la crisis.

#### **4.2.2 Fase de descenso y estancamiento (2010 – 2011).**

En el año 2010 comenzó a hablarse por primera vez de la posible existencia de brotes verdes dado que el PIB comenzó a crecer a comienzos de dicho año. Pero en términos acumulados la actividad económica apenas se había recuperado un 1%, ya que tanto el consumo como la inversión privada se encontraban estancados debido a las necesidades de desapalancamiento de las familias y a la incertidumbre sobre la situación económica futura. En cuanto a las inversiones públicas, se comienzan a realizar los primeros recortes así como a subir algunos impuestos (en 2010 se sube un 2% el IVA, entre otros impuestos). Todo esto provocó que la demanda nacional tendiera claramente a la baja solamente salvada por la pujanza de las exportaciones, que permitieron corregir sendas desviaciones en el déficit público, situándolo en un 3,5% a finales de 2010.

El mercado de trabajo cada vez tenía una situación más complicada, ya que cada vez era mayor la tasa de desempleo, menor el número de afiliados a la Seguridad Social, y por lo tanto sin ciudadanos que cotizaran el mantenimiento del Estado del Bienestar cada vez era más difícil. La tasa de paro estimado era ya de un 20,3% mientras que de manera agregada en la UE15 era cercana al 10%.

El IBEX-35 no permaneció ajeno a la situación de la economía española y tras los primeros recortes y los sendos avisos y previsiones de la Troika sobre el endeudamiento soberano en España se desplomó alrededor de un 10% sin mostrar señales de recuperación a niveles previos a la crisis.

A finales de 2010 se conoció el nivel de déficit con un 9,24% cumpliendo el objetivo propuesto por el BCE pero a nivel de comunidades autónomas no se cumplió.

En el año 2011, las predicciones del FMI y del BCE seguían siendo devastadoras para la economía española, puesto que cada vez el nivel de endeudamiento era mayor, los esfuerzos que debía de hacer para cumplir los objetivos que le fijaba la UE también eran mayores y sin embargo cada vez se alejaba más de cumplirlos.

La tasa de desempleo seguía creciendo (22,9%), lo que se traducía en incrementos de la prima de riesgo que cerraría el año superando los 400 puntos básicos y en caídas vertiginosas de los principales índices de valores. El elevado nivel de la prima de riesgo que cerraba en máximos históricos el año 2011 se debía sin duda a la falta de actividad y respuesta del BCE que no transmitía confianza alguna a los inversores.

El nivel de déficit público cierra el año con un 8,5% respecto al 6% pactado con la Comisión Europea, un agujero que cada vez se hacía más grande.

A finales de año, el Partido Popular gana las elecciones lo que supondrá un cambio de rumbo en la política ejercida por el Gobierno.

En este periodo, la situación financiera sufre grandes cambios conforme a lo relacionado con la reestructuración de las cajas de ahorro.

El Banco de España en mayo de 2010 se ve obligado a intervenir a Caja Sur puesto que cada vez era mayor el riesgo que suponía para los inversores. Tal y como hemos comentado anteriormente, esta caja junto a otras cuatro suspendieron los test de estrés del BCE poniéndose en duda por tanto su grado de transparencia y solvencia.

A modo de completar y ayudar a los procesos de reestructuración de las entidades financieras, el Banco de España permite la irrupción del capital privado en estas instituciones.

Todo esto dio como resultado que las calificaciones a la deuda española no dejaran de bajar, donde agencias como Moody's al comienzo de 2011 bajaron de manera generalizada la calificación de la deuda a largo plazo a treinta bancos y cajas de ahorro españoles.

En 2011 se vuelven a realizar los test de *stress*, y en esta ocasión suspenden 8 bancos europeos de los cuales 5 eran cajas de ahorros españolas. La situación no mejoraba, y era cada vez mayor el número de cajas de ahorros al borde de la suspensión de pagos.

A finales de año se pronunció S&P, bajó la nota a todos los bancos - excepto a Santander - entre los que se encuentran Bankia, CaixaBank, Banco Popular, Banco Sabadell y Bankinter.

La situación de la banca española y de sus mercados financieros no iba para nada a mejor, frente a las previsiones de una nueva recesión, se cuantificó como créditos de dudoso cobro una cantidad superior a los 130.000 millones de euros.

Ante estos datos, el Gobierno inició un plan de recortes ya que se preveía el rescate de nuevas entidades financieras.

#### **4.2.3 Fase de recortes y ayuda de la Troika (2012 - 2013), ¿brotes verdes?.**

Desde la perspectiva financiera, el año 2012 fue un año en el que la economía española fruto de los recortes se sumó a una dura recesión y a numerosas reformas en el ámbito bancario.

Ya desde comienzos del año 2012 las agencias de *rating* rebajaron la calificación a la deuda española, donde S&P la situó en BBB+ con perspectiva negativa en futuras revisiones.

El Gobierno tuvo que nacionalizar el Banco Financiero y de Ahorros (BFA) matriz de Bankia que era la cuarta entidad del país, caso del que después hablaremos dada la repercusión como entidad reestructurada que ha tenido tanto en España como en Europa. Esto hizo que la prima de riesgo se disparará a máximos históricos (534 puntos básicos) y que el IBEX 35 sufriera un nuevo desplome. Este desplome que aconteció en mayo de 2012 supuso una pérdida desde principios de año de alrededor del 18% de puntos básicos.

El Gobierno tomó medidas en cuanto al saneamiento de los balances de las entidades bancarias, promulgando un Real Decreto Ley sobre la venta de activos financieros bancarios.

Tras las indicaciones que estaban percibiendo las autoridades monetarias españolas desde Europa y los objetivos en materia de déficit e inflación, la Comisión Europea junto al BCE en su papel de supervisores únicos y absolutos de las entidades bancarias europeas, enviaron a las consultoras Rolan Berger y Olivier Wyman para evaluar la banca española y ver si era necesario aplicar un rescate. El resultado de esta evaluación no fue nada favorable para España, ya que a comienzos de junio de ese año el FMI decide adelantar el informe que estaba elaborando sobre la banca española y junto al Eurogrupo reúne a los ministros de Economía y Finanzas de la eurozona para analizar de manera conjunta el problema de la banca española. Fue entonces cuando el ministro de Economía y Competitividad D. Luis de Guindos anuncia que va a solicitar ayuda

a la eurozona para recapitalizar la banca, tras los intentos que desde España se estaban realizando.

Tras esto el Gobierno anunció 35 medidas con las que poder ahorrar 65.000 millones de euros con los que hacer frentes al sobrecoste de sus bonos debido al encarecimiento de la prima de riesgo. Tras esto, el IBEX-35 se volvió a desplomar un 5,82% en un solo día y la prima de riesgo alcanzó los 612 puntos básicos.

En agosto de 2012, se produce una de las mayores reforma del Gobierno en el ámbito financiero, se establece un mecanismo de liquidación e intervención de entidades y un banco malo conocido como "Sareb", que será el encargado de ayudar a los bancos a limpiar sus balances de activos tóxicos. La Sareb o Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria en concreto, es una sociedad anónima encargada de gestionar los activos procedentes de las entidades nacionalizadas (BFA – Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco – Banco Gallego y Banco de Valencia que serán nacionalizadas a finales de 2012) y de las entidades en proceso de reestructuración (Banco Mare Nostrum, CEISS – Unicaja, Caja 3 y Liberbank que recibirán capital europeo para su reestructuración a finales de 2012). El capital con el que cuenta es de un 55% de origen privado y un 45% perteneciente al FROB. Dispone a priori de un plazo de 15 años para deshacerse de los activos tóxicos de los balances de estos bancos y sacarlos una mayor rentabilidad.

El año 2013 sin embargo, es un año en el que España empieza a recibir mejores noticias desde la Troika. La CE le amplía un par de años el plazo para cumplir los criterios de déficit ya que creen que España va en la buena dirección con la aplicación de sus reformas y de momento no le van a abrir expediente sancionador por el incumplimiento de los criterios de déficit. Además admiten las labores que se han realizado en materia de supervisión y que están ayudando a que el sector bancario español coja fortaleza de nuevo.

Todas estas buenas noticias así como la salida de la recesión, han provocado que el IBEX – 35 y la prima de riesgo vuelvan a recuperarse poco a poco.

Pese al inicio de lo que puede parecer el principio de la recuperación económica, la tasa de paro apenas reacciona (26%) y el crédito no termina de llegar ni a

familias ni a empresas por lo que el leve crecimiento que tenía la economía española sólo se basaba en la demanda externa.

#### **4.2.4 Periodo Actual (2014) ¿comienzo de la salida de la crisis?.**

El 2014 comenzó con la bajada de la prima de riesgo por debajo de los 200 puntos, nivel que no se alcanzaba desde abril de 2011. El nivel de la prima de riesgo seguirá descendiendo hasta la actualidad haciendo que el interés exigido al bono español sea similar al previo a la crisis.

Otro dato favorable es la disminución del endeudamiento y la subida en la calificación a la deuda española, donde Moody's la calificaba a la alza algo que no había ocurrido a lo largo de la crisis.

El IBEX – 35 también se encuentra en constantes subidas recuperando de nuevo los 10.000 puntos básicos y estabilizándose en torno a ellos.

Sin embargo, la tasa de paro no disminuye en España debido a que las restricciones al crédito a familias y a empresas no terminan de hacer que la actividad económica no crezca al ritmo que lo debería de hacer.<sup>13</sup>

El BCE consciente de esto elaboró a principios de junio de 2014 junto al gobierno de Rajoy una serie de medidas cuyo objetivo principal es facilitar el crédito, el respeto al medio ambiente y apoyar a la I+D+i empresarial por un importe total de 11.000 millones de euros. En el ámbito financiero destacan las siguientes medidas:

- El incremento de los préstamos a través de la línea ICO para 2015 con el fin de restablecer las condiciones de financiación de la economía productiva y liberar necesidades financieras del sector público por un importe de 25.000 millones de euros.
- Puesta en marcha por el ICO de un programa de garantías y avales a favor de organismos e instituciones financieras internacionales con el objetivo de canalizar un mayor volumen de crédito en condiciones preferentes por un importe máximo anual de 900 millones de euros. En

---

<sup>13</sup> Anexo III: representación gráfica de la evolución a lo largo de la crisis de la prima de riesgo, la evolución de la calificación crediticia a cargo de Fitch, las oscilaciones del IBEX – 35 y la tasa de desempleo para España.

esta línea, el Gobierno a través del Fondo Europeo de Desarrollo Regional (en adelante FEDER) y de recursos propios se ha comprometido a aportar 800 millones de euros para aumentar el volumen de créditos a las pymes.

- Debido al elevado grado de cumplimiento de los presupuestos generales, se van a reducir las emisiones netas del Tesoro en 10.000 millones de euros hasta alcanzar los 55.000 millones de euros.
- Conforme a la reestructuración bancaria, se va a acometer la amortización anticipada de 1.300 millones de euros procedentes del MEDE para ocasionar mejoras en la confianza en el sector bancario y ahorrar en el pago de los intereses derivados de la recapitalización bancaria.
- Vinculado a los activos inmobiliarios empleados como colaterales, se amplía el rango de garantías inmobiliarias para favorecer el flujo del crédito. Además, se establece una única forma de garantía inmobiliaria – la prenda – de acuerdo con los criterios internacionales.

#### **4.3 UN EJEMPLO DE REESTRUCTURACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA.**

##### **BFA-BANKIA.**

Bankia es en la actualidad el nombre de la filial de la entidad financiera del Banco Financiero de Ahorros (BFA) formado en diciembre de 2010 mediante un Sistema Institucional de Protección ( en adelante SIP) o fusión fría por siete cajas de ahorros: Bancaja, Caja Ávila, Caja de Canarias, Caixa Laietana, Caja Madrid, Caja Rioja y Caja Segovia. De tal modo que las cajas serían las propietarias accionistas de BFA en el siguiente porcentaje: Caja Madrid (52,06%) y Bancaja (37,7%) serían las accionistas mayoritarias; el resto tendrían una pequeña participación en el volumen total de acciones repartido de modo que Caja de Canarias (2,45%), Caja Ávila (2,33%), Caixa Laietana (2,11%), Caja Segovia (2,01%) y Caja Rioja (1,34%).

La reestructuración de todas estas cajas en una sola entidad contó con un crédito estatal de 4.465 millones de euros con un interés del 7,75% perteneciente al FROB.

BFA adquirió inicialmente todo el patrimonio, negocio bancario y activos pertenecientes a las cajas, pero como todas estas entidades se encontraban con

problemas económicos y las exigencias gubernamentales cada vez eran más persistentes, finalmente no fue así.

Conforme a los acuerdos de Basilea II<sup>14</sup> y en búsqueda de la mejora de la estabilidad, el Gobierno exigió a las entidades la creación de una reserva de capital que hiciera las veces de provisión, de tal modo que permitiera a los bancos poderse mantener en el caso de futuros problemas económicos.

Esto supuso un problema para BFA, puesto que no disponían de la liquidez necesaria para construir su fondo de provisiones optaron por formular una salida a bolsa para obtener el capital necesario, haciendo caso omiso a sus propios gestores ya que los activos que tenía BFA provenían en su mayoría del sector inmobiliario (poco atractivo debido al elevado grado de morosidad en este sector y al pinchazo de la burbuja inmobiliaria).

La solución de BFA fue dividirse en dos empresas a través de la creación de una nueva filial Bankia de la cual BFA sería el propietario único. La decisión posterior fue el traspaso de BFA a Bankia del negocio bancario y de la red de oficinas, capital, depósitos y clientes entre otros. La matriz se quedó con los activos tóxicos, preferentes<sup>15</sup>,...BFA actuaría como una especie de banco malo y Bankia saldría a bolsa como una entidad reestructurada y saneada.

El 19 de julio de 2011 Bankia salió a bolsa con el 55% de sus acciones, el resto estaría en posesión de BFA. A partir de este momento elaboraron una campaña

---

<sup>14</sup> Basilea II: conjunto de recomendaciones sobre la legislación y regulación bancaria, emitidos por el Comité de supervisión bancaria de Basilea que se divide en tres pilares fundamentales: el cálculo de los requisitos mínimos de capital, el proceso de supervisión de la gestión de fondos propios y la disciplina del mercado.

<sup>15</sup> Preferentes (fraude de las preferentes en España): entidades bancarias como Bankia en busca de financiación ofrecieron las acciones preferentes a inversores inexpertos y sin conocimiento de la actividad bursátil. Éstos creyeron que eran inversores fiables al ser de rentabilidad fija cuando en realidad no lo eran. La rentabilidad era mayor que la de otros productos de renta fija pero también mucho mayor los riesgos que asumían con probabilidad de obtener elevadas ganancias pero a su vez también pérdidas muy grandes. Al final se descubrió que todo fue una estafa ya que los inversores no conocían que ese dinero no iban a volver a poder rescatarlo.



de atracción de accionistas que pasaba por acaparar tanto a grandes accionistas como a pequeños clientes de la entidad.

Cuando en mayo de 2012 el Consejo de Administración publicó las cuentas pertenecientes al año 2011, reflejaron que BFA tenía unas pérdidas por cuantía de 3.318 millones de euros – la mayores de la historia española en el sector bancario, por delante de las de Banesto en 1993 - . También se detallaba que el volumen de activos tóxicos se había incrementado superando los 40 millones de euros, cifra que a la mitad no superaba ninguna entidad española. La explicación que otorgó el Consejo de Administración fue que el empeoramiento de la entidad se debió a que “eran resultado de circunstancias sobrevenidas e información obtenida con posterioridad al cierre del ejercicio”. Ante tal escándalo, su presidente Rodrigo Rato dimitió, aunque algunas voces apuntaron a que se vio obligado por el Gobierno para abandonar el puesto que regentaba.

BFA declaró que no iba a poder pagar el crédito que le concedió el FROB, por lo que el Estado debido a que la entidad tenía gran volumen de negocio y en cantidad de clientes se había convertido en la cuarta del país por detrás de los grandes bancos, decidió convertir ese crédito en acciones del FROB sobre BFA, además de otorgarle un rescate por valor de 19.000 millones de euros. Esto suponía el mayor rescate a una entidad bancaria en toda la historia de España, de tal modo que el FROB nacionalizó el 100% de BFA y se quedó como propietario único de la entidad.

Por lo tanto, a manos del Estado también pasó el 45% de Bankia del cual era propietario BFA, el 55% restante era de los propietarios que habían adquirido acciones de la entidad en Bolsa.

Por lo tanto el desembolso en rescates en BFA – Bankia se cuantifica en un total de 22.424 millones de euros: 4.465 iniciales del FROB y 17.959 del rescate europeo (4.500 en 2012 y 13.459 inyectados a comienzo de 2013).

Las cajas de ahorros que inicialmente dieron forma a esta entidad acabaron de forma progresiva convirtiéndose en fundaciones puesto que cedieron todo el volumen de su negocio a BFA y se acabó concluyendo que sus obras sociales no habían sido viables.

El actual presidente es José Ignacio Goirigolzarri antiguo alto cargo de BBVA.

A finales de 2013, el Consejo de Administración de BFA solicitó la renuncia para poder de nuevo operar como entidad de crédito y pasar a ser un holding tenedor de acciones. De tal modo que cumplía uno de los criterios exigidos en el Plan de Reestructuración del grupo por el que se debía de simplificar la estructura societaria antes de que acabara 2013.

Debido al proceso de reestructuración, BFA obtuvo en 2013 un beneficio neto de 818 millones de euros, de los cuales 509 pertenecen a Bankia.

El caso de reestructuración de BFA se ha visto que fue complejo y de difícil viabilidad, ya que es imposible de que de 7 entidades con problemas tras su fusión fuera a salir una nueva entidad fuerte, debido a que los problemas estructurales de las cajas de ahorros se trasladaron a BFA y posteriormente a Bankia. Todo esto se tradujo en el cierre en 2013 de alrededor de 1.200 oficinas y una tortuosa salida de Bolsa, cuyo caso se halla en los tribunales.

## **5. CONCLUSIONES**

Algo que queda de manifiesto a lo largo de todo el documento de trabajo es que si en la fase anterior a la crisis se hubiera tenido en cuenta el riesgo de muchas de las actuaciones en el sector bancario que se estaban realizando, las dimensiones de la crisis no habrían alcanzado tal calado. La crisis financiera ha puesto de manifiesto todas estas irregularidades a nivel mundial.

Se ha visto que el origen de la crisis financiera se vinculó inicialmente a las hipotecas *subprime* y a estructuras financieras capaces de diversificar el riesgo. La falta de previsión en los balances y de supervisión de los sistemas financieros a nivel internacional, hizo que la crisis se propagara como la pólvora resultado de un elevado grado de globalización en las finanzas. La incidencia de la crisis sobre las economías nacionales se ha ligado a las distintas actuaciones de los bancos centrales nacionales de las principales economías mundiales. Ante tal problema, organismos oficiales como el FMI han recomendado a los bancos centrales para mantener siempre estable ante las oscilaciones económicas, endurecer las condiciones ante las que se conceden los préstamos (haciendo referencia al caso de las hipotecas *subprime*) y mantener vigentes los principios

de no existencia de información asimétrica, de tal modo que los agentes económicos no pierdan la confianza en los derivados financieros y conozcan siempre los riesgos que atañe la adquisición de estos productos.

Si los efectos de la crisis fueron diferentes en Estados Unidos que en Europa, la causa radica en las políticas empleadas por sus bancos centrales. Las actuaciones de la FED han estado guiadas por la transparencia en sus actuaciones a través de una política expansiva en todo momento, incluso tras el agotamiento de las medidas de política monetaria convencionales. Sin embargo, la actitud del BCE sin mostrar tanta transparencia, ha hecho que el empleo únicamente de políticas monetarias convencionales no fuera suficiente para devolver la confianza a los agentes económicos tanto consumidores como inversores. A esto hay que sumarle una continua senda de medidas políticas de austeridad, que basadas en recortes han dificultado el crecimiento económico en toda la eurozona.

Todo esto queda recogido en los niveles comparados de crecimiento de Estados Unidos y de la Unión Europea, donde los primeros en la actualidad están alcanzando datos de crecimientos similares al año 2007, y sin embargo la Unión Europea lo hace a un ritmo inferior marcado por el lastre en cuanto a mejora de la actividad económica en los países periféricos.

Los países periféricos europeos fueron sin duda los más perjudicados de esta crisis, las deficiencias estructurales de sus sistemas bancarios se pusieron de manifiesto, y fue necesaria la intervención en numerosos aspectos de sus economías de la Troika. La concesión de estas ayudas llevaba a cambio numerosas exigencias en cuanto a reformas estructurales del sector financiero y de la economía nacional afectada. La devolución de esta deuda que en países como Grecia alcanzó cuantías desmesuradas, puso en duda la viabilidad de la pertenencia a la moneda única y el grado de solvencia del resto de países periféricos. La UE no sancionó a ningún país por el incumplimiento de los criterios de déficit y conforme han ido cumpliendo los objetivos exigidos, se han ido flexibilizando las condiciones del pago de la deuda. La situación bancaria de estos países, hubiera sido mejor si su grado de supervisión y de elaboración de provisiones hubiera respetado firmemente los criterios establecidos en los acuerdos de Basilea.

Otra de las recomendaciones propuestas, ha sido la de mejora del diseño de los sistemas de supervisión bancaria, ya que podían haber evitado que la crisis fuera tan virulenta en Europa y que pillara a toda su población por sorpresa ante tal *shock* de la demanda agregada. La consecuencia directa de la falta de un buen sistema de supervisión bancaria, fue que la política monetaria no se transmitiera como debía, y que por lo tanto, la financiación no terminara de llegar a la población.

Si hacemos referencia al caso español, vemos como estuvo al borde del abismo debido a que a las devastadoras consecuencias procedentes de la crisis económica inicial (tasa de desempleo, caída del sistema de valores, nivel de endeudamiento y morosidad privado,...), se le unieron las derivadas de la crisis de deuda soberana (prima de riesgo, nivel de endeudamiento público,...) haciendo que España no fuera un país viable ante los ojos de sus socios europeos. El sistema bancario español se encontraba muy ligado al sector de la construcción, y la politización de los consejos de gestión de entidades financieras, hicieron que para la continuidad del sistema financiero español fuera necesario realizar un proceso de reestructuración bancaria. Este proceso recibió la ayuda de la Troika, incrementando así el nivel de endeudamiento público y la prima de riesgo, por lo que a España le costaba demasiado financiarse comparado con niveles previos a la crisis en las distintas emisiones del Tesoro. Además se creó la SAREB como “banco malo” para ayudar a limpiar a las entidades españolas y liquidar en menos de 15 años los activos tóxicos de sus balances. Las continuas reformas y el esfuerzo que se está realizando, se ha transformado en la vuelta a tasa de crecimiento económico positivas, motivadas sobre todo por la demanda exterior, ya que la demanda interna no mejora lo suficiente debido a las restricciones al crédito que sufre el sector privado así como el elevado nivel de la tasa de desempleo.

Uno de los casos más relevantes de reestructuración bancaria tanto a nivel nacional como europeo fue el de BFA – Bankia. Una entidad creada tras reunir a siete cajas de ahorros con problemas en sus balances, se esperaba que fuera a salir fortalecida de tal fusión. Esto no fue así, y tras una tortuosa salida a bolsa en busca de financiación con la que hacer frente a las exigencias de capital en provisiones por parte del Gobierno español, se vio en una situación peor a la de antes a la fusión de las cajas de ahorro. El Gobierno se vio obligado a

nacionalizar tras la deuda que acumulaba con sus inversores en el año 2012, para en 2013 esta entidad volver a obtener ganancias. Este fue un caso muy sonado, ya que muchos de sus clientes se sintieron engañados al padecer los efectos de la información asimétrica sobre la clase de activos que adquirieron, como fue el caso de las preferentes, por las cuales este caso se encuentra en los juzgados.

Todo esto ha llevado a que la intensidad de la crisis fue mayor a la prevista y que de manera paulatina tras la puesta en marcha de sendas reformas las expectativas a corto plazo de crecimiento sean cada vez mayores.

## BIBLIOGRAFÍA.

Álvarez Fernández, S.M. (2013). “La prima de riesgo. Análisis de su evolución”. Tesis Fin de Máster, Universidad de A Coruña, A Coruña.

Badía, D. (2014). “La banca europea liberará mañana más de 125.000 millones del BCE”. Diario Expansión, Mercados y Finanzas, 14 de Junio de 2014, Madrid.

Banco Central Europeo, Eurosistema (2014). “Ejecución de la política monetaria”. Disponible en web: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp\\_014.es.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_014.es.html) . [Última consulta: 17 de Junio de 2014].

Banco de España (2009). “Informe de estabilidad financiera”. Disponible en web: [http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/09/Fic/IEF\\_Noviembre\\_2009.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/09/Fic/IEF_Noviembre_2009.pdf). [Última consulta: 15 de Junio de 2014].

Banco de España (2012). “La banca española ante la actual crisis financiera”. Disponible en web: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/Nov/Fic/ief0215.pdf> . [Última consulta: 17 de Junio de 2014].

Banco de España (2013). “Informe de estabilidad financiera”. Disponible en web: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/13/IEF-Mayo2013.pdf> . [Última consulta: 16 de Junio de 2014].

Banco de España (2014). “Informe de estabilidad financiera”. Disponible en web: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/14/IEF-Mayo2014.pdf> . [Última consulta: 17 de Junio de 2014].

BBVA Research (2013). “Unión Bancaria: elementos integrantes y medidas complementarias”. Disponible en web: <https://www.bbvaresearch.com/wp->

[content/uploads/migrados/WP\\_1326\\_tcm346-400067.pdf](#). [Última consulta: 7 de Junio de 2014].

Cortina García, A. y Martín Heredero, D. (2012). “La crisis de la deuda soberana europea: una visión general”. Disponible en web: [www.fef.es/new/.../179\\_91c21e22c943f317ad0407d383c79478.html](http://www.fef.es/new/.../179_91c21e22c943f317ad0407d383c79478.html) . [Última consulta: 10 de Junio de 2014].

Datos Macro (2014). Consultas de cotizaciones, calificaciones crediticias y gráficos. Disponible en web: <http://www.datosmacro.com/> . [Última consulta: 20 de Junio de 2014].

Eu4journalists (2014). “La crisis financiera internacional”. Disponible en web: <http://www.eu4journalists.eu/index.php/dossiers/spanish/C95/> . [Última consulta: 3 de Junio de 2014].

Eurostat, (2014). Disponible en web: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>. [Última consulta: 19 de Junio de 2014].

Fernández, J., Maroto. R. y Mulas – Granados, C. (Septiembre 2012). “Crisis financiera y rescates bancarios: ideas sobre el caso español”. Fundación Ideas, Madrid.

García Fernández, R. (2013). “Temario de Organización Económica Internacional”, Curso 2013 – 2014, Universidad de Valladolid, Valladolid.

Instituto Nacional de Estadística de España (INE), (2014). Disponible en web: <http://www.ine.es/> . [Última consulta: 13 de Junio de 2014].

Maudos Villaroya, J. (2013). “La banca española ante la crisis financiera”. [Cuadernos de Información Económica 226, pp. 155-163](#). Universidad de Valencia, Valencia. [Última consulta: 14 de Junio de 2014].

OECD Economic Outlook (2014). Statistics and Projections N° 95. Disponible en web: [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/data/oecd-economic-outlook-statistics-and-projections\\_eo-data-en](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/data/oecd-economic-outlook-statistics-and-projections_eo-data-en) . [Última consulta: 19 de Junio de 2014].

Ortega, E. y Peñalosa, J. (2012). “Claves de la crisis económica española y restos para crecer en la UEM”. Documentos ocasionales del Banco de España 1201, Madrid.

Pérez Asenjo, E. y Silos Ribas, M. (2010). “Credit Easing: la política monetaria de la Reserva Federal durante la crisis financiera”. Boletín Económico de ICE N° 2995, Madrid.

Radio Televisión Española (2012). “La crisis financiera en España: cronología desde 2008”. Disponible en web: <http://www.rtve.es/noticias/20120605/crisis-espana-cronologia-desde-2008/533400.shtml> . [Última consulta: 13 de Junio de 2014].

Sala i Martin, X. (2014). “Las medidas del BCE”. Disponible en web: <http://www.salaimartin.com/randomthoughts/item/729-las-medidas-del-bce.html>. [Última consulta: 17 de Junio de 2014].

Torrero Mañas, A. (2010). “La crisis financiera y sus efectos sobre la economía española”. Universidad de Alcalá, Madrid.



## **ANEXO I: CRISIS BURSÁTIL. EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES MÁS RELEVANTES A NIVEL MUNDIAL.**

El contexto mundial que adquirió la crisis financiera en el año 2008, hizo que el mercado bursátil se viera inmerso en un contexto de recesión en las principales potencias mundiales, lo cual se vio reflejado en la evolución de los índices más importantes.

A continuación veremos la evolución de seis índices bursátiles pertenecientes a cinco potencias económicas de referencia a nivel mundial.

### **1. ESTADOS UNIDOS (ÍNDICE DOW JONES Y NASDAQ).**

En Estados Unidos tenemos dos índices de valores reconocidos a nivel mundial, y considerados los más importantes ya que reflejan a las mayores compañías internacionales.

#### **1.1 Dow Jones.**

El índice Dow Jones recoge la cotización de las treinta empresas de mayor rentabilidad fija en Estados Unidos. Destaca su importancia a nivel mundial, porque su evolución es un muy buen indicador de la situación de la economía global.

**Gráfico 7: Evolución Dow Jones Index Average (2006 – 2014).**



Fuente: DatosMacro (2014).

Tal y como hemos comentado anteriormente, este índice es un muy buen determinante de la situación económica mundial. Vemos como la crisis financiera que se origina en Estados Unidos en 2007 en apenas dos años reduce su cotización a la mitad. A partir de 2009 comienza a mejorar, con la toma de

decisiones firmes por parte de la FED. Aunque con pequeños altibajos, en 2012 recupera su nivel de cotización previa a la crisis, superando en la actualidad tal dato y bajo una senda de crecimiento.

### **1.2 Nasdaq 100.**

Este índice recoge la cotización de las 100 empresas más importantes del sector industrial en Estados Unidos incluidas las de hardware y software. Su análisis es complementario al del Dow Jones puesto que son las más importantes de la primera potencia mundial donde el sector industrial y de la innovación es muy determinante.

**Gráfico 8: Evolución de Nasdaq – 100 (2006 – 2014).**



Fuente: DatosMacro (2014).

Al igual que el anterior índice refleja las fases de auge – depresión – auge de la economía estadounidense.

### **2. JAPÓN (ÍNDICE NIKKEI).**

Japón es la segunda potencia mundial, y por lo tanto al igual que los índices de Estados Unidos, la evolución del Nikkei es un determinante de la situación financiera global. El Nikkei refleja el valor de los 225 valores más líquidos que operan en la bolsa de Tokio. Al igual que los dos anteriores, la incidencia del estallido de la crisis financiera contrajo su nivel de cotización en un importante porcentaje, pero la recuperación del nivel de cotización previo a la crisis todavía no se ha terminado de alcanzar, puesto que en plena fase de recuperación Japón se vio azotado por un tsunami en el año 2011.

**Gráfico 9: Evolución de Nikkei – 225 (2006 – 2014).**



Fuente: DatosMacro (2014).

### **3. CHINA (ÍNDICE HANG SENG).**

China como tercera potencia mundial, a través de uno de sus índices bursátiles más importantes también percibió el efecto de la crisis. Pese a ser uno de los países emergentes más importantes y que se prevé que en el largo plazo desplace a Estados Unidos en la hegemonía mundial, su cada vez mayor grado de apertura en las finanzas internacionales le hizo contraer la crisis aunque en menor medida. El índice analizado es el Hang Seng que muestra la evolución de las compañías más grandes de Hong – Kong. Al tratarse de un país que su crecimiento depende de una manera muy importante de la demanda exterior, la recesión norteamericana y europeo influyó sobre la demanda de sus principales compañías.

**Gráfico 10: Evolución del Hang Seng (2006 – 2014).**



Fuente: DatosMacro (2014).

#### 4. ALEMANIA (DAX).

A continuación vamos a analizar el mercado bursátil alemán debido a que es el país motor actualmente de la UEM y el que ha demostrado estar en mejores condiciones de soportar el shock de demanda sufrido durante la crisis. El índice bursátil elegido es el más importante del país el Dax perteneciente a la Bolsa de Frankfurt y que muestra la evolución de las treinta principales empresas que cotizan en dicha bolsa.

**Gráfico 11: Evolución del Dax – 30 (2006 – 2014).**



Fuente: DatosMacro (2014).

Vemos como este índice sufrió también de manera pronunciada la irrupción de la crisis financiera, aunque desde hace dos años ha vuelto a cotizar en niveles previos a la crisis. Esto se debe a que el sistema bancario alemán era un sistema fuerte y la burbuja inmobiliaria no estaba excesivamente presente en el Dax mediante empresas constructoras.

#### 5. REINO UNIDO (ÍNDICE FTSE 100).

Por último, analizaremos la evolución del índice FTSE – 100 de Reino Unido. La razón de analizar este índice reside en que Reino Unido es un país perteneciente a Europa pero no a la UEM tras decidir no adoptar la moneda única. Fue a uno de los primeros países en llegar la crisis con la nacionalización de Northern Rock. El índice FTSE – 100 está compuesto por los 100 principales valores de la bolsa de Londres.

**Gráfico 12: Evolución del FTSE – 100 (2006 – 2014).**



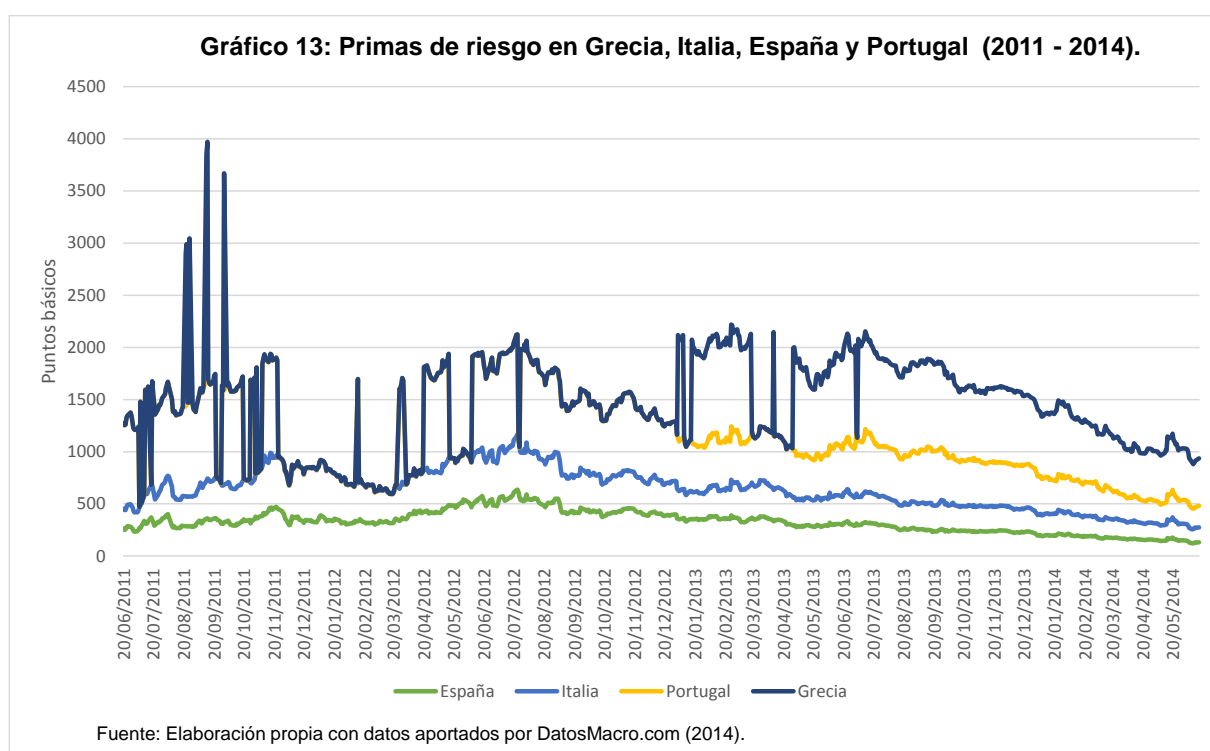
Fuente: DatosMacro (2014).

## ANEXO II: COMPARATIVA DE LA EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO EN LOS PAÍSES PERIFÉRICOS.

Tal y como hemos visto en el apartado que se hacía referencia a la influencia de la prima de riesgo en la crisis de deuda soberana, ésta fue diferente según fuera el país que analizáramos perteneciente a la UEM.

A nivel agregado de estos cuatro países vemos como existen grandes discrepancias entre los países intervenidos por completo y los que sólo recibieron una pequeña intervención a lo largo de la crisis, pero en la actualidad vemos como existen pequeños indicios de tendencia a una convergencia en el medio – largo plazo motivada por las expectativas de crecimiento.

El caso más destacable es el griego, puesto que el tipo de interés al que tuvo que hacer frente su Tesoro en el periodo más álgido de la crisis para conseguir financiación fue excesivamente superior al alemán, dado que los inversores no confiaban en su capacidad de devolución de la deuda. El caso de Italia y de España es similar, ya que sus procesos de reestructuración y la ayuda condicionada también pusieron en tela de juicio su capacidad de solvencia. Pero a día de hoy se observa como sus primas tienden a converger con la alemana, cuyo afianzamiento como instrumento seguro de inversión en ocasiones ha impedido dicha convergencia.

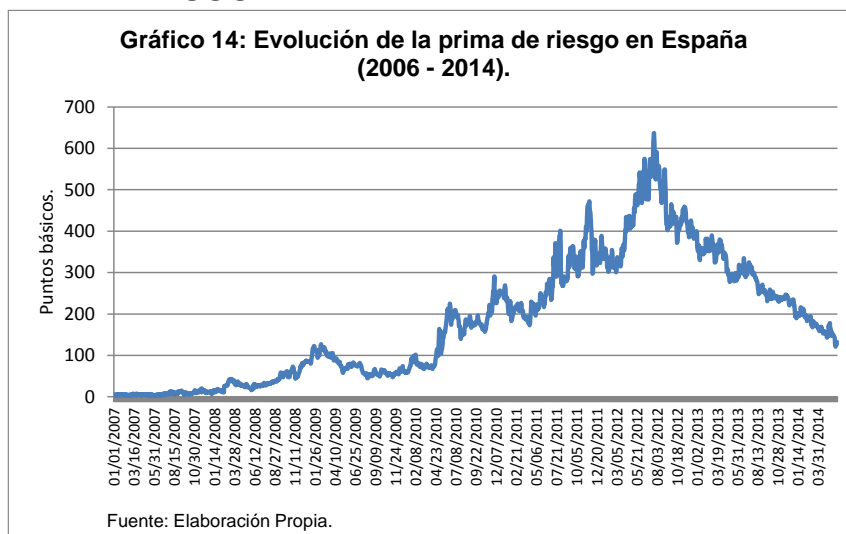


## ANEXO III: EVOLUCIÓN GRÁFICA DE LAS VARIABLES MÁS REPRESENTATIVAS DE LOS EFECTOS DE LA CRISIS EN ESPAÑA.

En el último apartado que hace referencia a la incidencia de la crisis financiera en España, se hace una breve descripción del estado de las variables más relevantes en esta crisis en la actualidad.

En el presente Anexo III veremos de forma gráfica la evolución que han seguido desde el comienzo de la crisis hasta la actualidad de las siguientes variables:

### 1. PRIMA DE RIESGO.

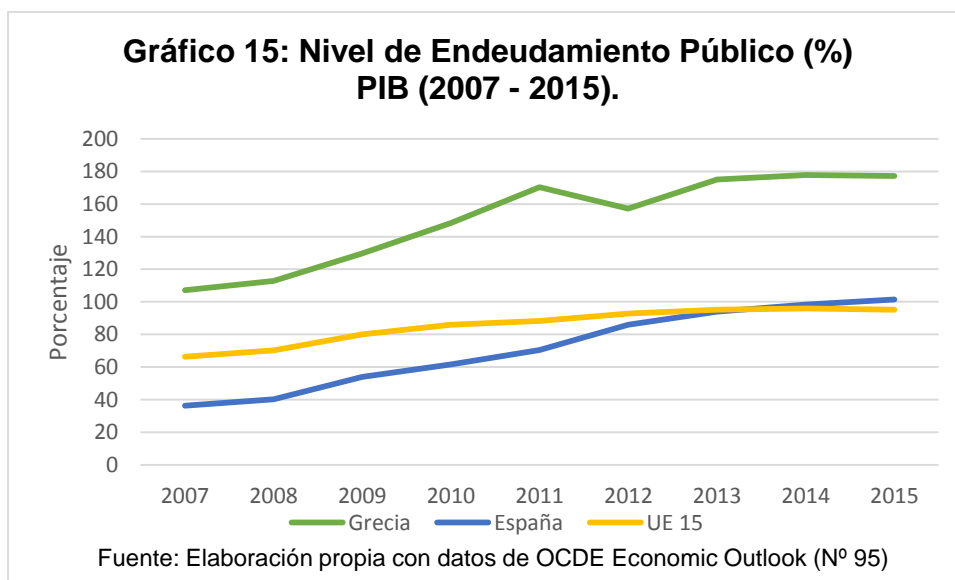


Podemos ver como el diferencial con el bono alemán a 10 años ha sufrido enormes oscilaciones desde el inicio de la crisis. Al inicio de la crisis la prima de riesgo era casi 0, pero conforme fue transcurriendo el tiempo y la envergadura de la crisis era mayor afectando cada vez a más mercados, en 2009 se superó la barrera de los 100 puntos básicos. Poco a poco ésta fue aumentando hasta llegar a su punto récord en junio de 2012 con el anuncio por parte de la Troika del rescate bancario a España, donde se superaron los 600 puntos básicos y cada vez era mayor la probabilidad de recibir un rescate íntegro al país como en Portugal, Grecia o Irlanda. La intervención del paquete de medidas proveniente de Europa y las sendas reformas llevadas a cabo por el Gobierno, han hecho que poco a poco la prima descienda hasta en la actualidad alcanzar niveles muy cercanos a los 100 puntos. El que todavía no se haya rebasado esa barrera, no es debido a la inestabilidad financiera, ya que las subastas del Tesoro Público se están realizando a tipos de interés de niveles de 2007, sino a que el bono

alemán a 10 años cada vez se consolida como un valor estable y de referencia respecto al resto de activos europeos.

## 2. NIVEL DE ENDEUDAMIENTO.

El nivel de endeudamiento es otra variable “polémica” en esta crisis financiera. Para ver su evolución y desarrollo en España, haremos un análisis gráfico comparado con Grecia y con la UE 15 durante esta crisis.



Podemos ver una tendencia alcista el nivel de endeudamiento público desde el inicio de la crisis hasta la actualidad. Con la realización del rescate por parte de Europa a la banca española, el nivel de endeudamiento público español se situó por encima de la media de la UE 15, pero muy lejos del nivel de endeudamiento griego. En la actualidad a rebasado el 100% del PIB al igual que la media UE 15, y se espera que en 2015 crezca ligeramente por encima de ese 100% del PIB.

## 3. EVOLUCIÓN CALIFICACIÓN CREDITICIA.

Como bien hemos comentado en varias ocasiones a lo largo del documento de trabajo, el papel de las agencias crediticias fue muy importante a la hora de establecer la confianza de los inversores en los distintos mercados financieros.

**Tabla 2: Calificación de Fitch a España (2003 - 2014)**

Calificaciones de la Deuda de largo plazo para España (moneda nacional)								
Fecha	10/12/2003	28/05/2010	04/03/2011	07/10/2011	27/01/2012	07/06/2012	01/11/2013	25/04/2014
Calificación	AAA (Estable)	AA+ (Estable)	AA+ (Negativa)	AA- (Negativa)	A (Negativa)	BBB (Negativa)	BBB (Estable)	BBB+ (Estable)

Nota: Entre paréntesis las perspectivas de modificación de la calificación

Fuente: Elaboración Propia



Una de esas agencias fue la norteamericana Fitch que durante la crisis otorgó las anteriores calificaciones a España. Para esta agencia España hasta que se pusiera de manifiesto la crisis de la deuda soberana, contaba con la máxima calificación, menospreciando los activos vinculados al sector inmobiliario y los nuevos derivados que estaban surgiendo. Hasta el año 2013 ha ido bajando progresivamente la calificación hasta quedarla al borde del bono basura. En el año 2014, tras revisar la situación española, decidió dar un voto de confianza a la inversión en España subiéndole un escalón la calificación.

#### 4. EVOLUCIÓN IBEX – 35.

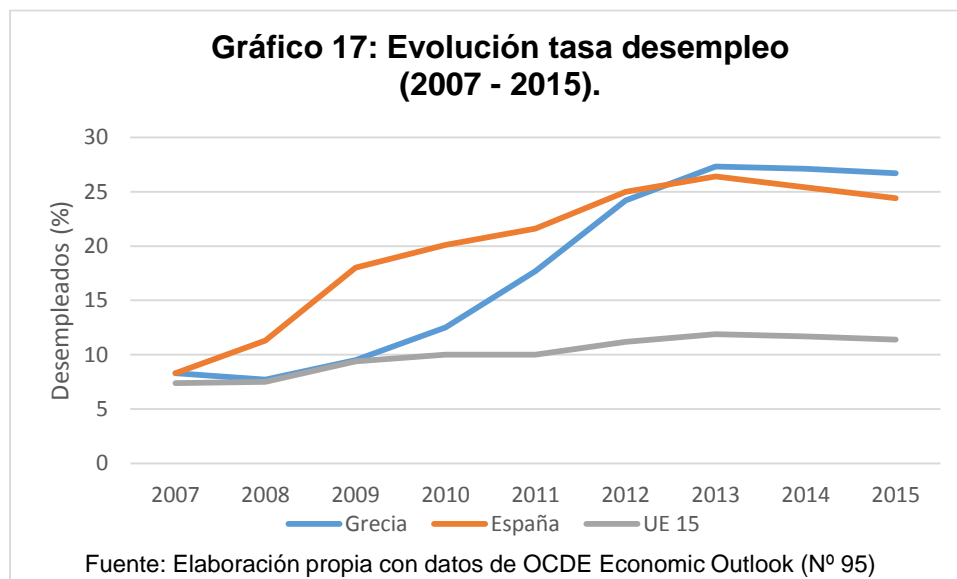
Otro de los grandes afectados fue el mercado bursátil español. Su índice más representativo es el IBEX – 35. Debido a la crisis este índice llegó a perder más de la mitad del nivel de puntos básicos que poseía en el año 2007. Las causas de esta caída se deben al efecto de la evolución de variables determinantes de la actividad económica y financiera como son la prima de riesgo, niveles de consumo, nivel de endeudamiento, tasas de desempleo, rescates, pérdidas de calificación. La mejora de todas estas variables entre otras, ha permitido que el IBEX – 35 afronte actualmente una senda de recuperación llegando a rebosar de nuevo los 11. 000 puntos básicos, pero muy lejos de los 16.000 que se daban en el año 2007.



#### 5. TASA DE PARO.

La tasa de desempleo es uno de los problemas más graves que a España le quedan por resolver. El elevado grado de dependencia que tenía la economía

española del sector de la construcción está pasando factura a la evolución de esta variable. A continuación veremos el estado actual de la tasa de paro y su nivel de comparación con la media de la UE 15 para ver cuanto difiere España del resto de países importantes de la UEM.



Podemos ver que España hasta el estallido de la deuda soberana poseía un elevado incremento de la tasa de desempleo debido al estallido de la burbuja inmobiliaria y los puestos de trabajo vinculados a la construcción. Con la puesta de manifiesto de la crisis soberana la tasa de desempleo griega superó a la española, pero ambas muy alejadas de la media de la UE 15 y por encima del 25%. Actualmente de manera muy paulatina ambas tienden a descender, pero es necesario que el crecimiento económico se consolide para que la creación de puestos de trabajo se mantenga y se incremente.

Durante esta crisis, el nivel de desempleo español ha superado máximos históricos alcanzando cifras cercanas al 27% y donde el peso de la población joven y la mayor de 45 años en ese porcentaje es muy notable.