



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO  
PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA  
ECONOMÍA FINANCIERA**

*El Papel del Sector Inmobiliario en la Crisis Financiera  
Española, 2008-2014*

**TESIS**

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:  
Maestro en Economía

PRESENTA:  
Jorge Andrés Armijo de Alzúa

TUTOR DE TESIS:  
Dr. Sergio Cabrera Morales Facultad de Economía

CIUDAD DE MÉXICO, OCTUBRE DE 2016



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Agradezco al Posgrado de Economía por darme la oportunidad de poder continuar con mi educación profesional.

Agradezco al apoyo económico otorgado por el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACyT), mismo que coadyuvó para la realización de la presente tesis.

Agradezco a los miembros del Comité Tutor, particularmente al Dr. Sergio Cabrera por su asesoramiento en la realización de la presente tesis.

## Índice

<b>Agradecimientos</b> .....	<b>1</b>
------------------------------	----------

<b>Protocolo</b> .....	<b>4</b>
------------------------	----------

<b>Introducción</b> .....	<b>8</b>
---------------------------	----------

### Capítulo 1: Marco Teórico

1.1. Conceptos básicos del ciclo económico.....	10
1.2. Teoría del ciclo económico.....	13
1.2.1. Teoría de los ciclos económicos largos o de Kondratieff.....	14
1.2.2. Teoría austriaca del ciclo económico: Causas monetarias, efectos reales.....	19
1.2.3. Hipótesis de la inestabilidad financiera inherente al sistema capitalista de Minsky.....	26
1.2.4. Crisis económica según la teoría del circuito monetario.....	34
1.2.6.1. Relación del ciclo inmobiliario con la crisis.....	36
1.3. El papel de las crisis financieras.....	37
1.4. El papel del banco central y las burbujas especulativas.....	38
1.5. La crítica a la teoría de los “mercados eficientes”.....	39
1.6. Conclusiones al capítulo.....	41

### Capítulo 2: Caracterización de la Crisis Financiera en la Zona Euro

2.1 Antecedentes históricos: Crisis bancaria e hipotecaria en Estados Unidos.....	45
2.1.1 Los acuerdos de Maastricht y la Unión Monetaria Europea (UME).....	51
2.1.1.2 El surgimiento del euro y del Banco Central Europeo (BCE).....	53
2.2 La expansión del crédito bancario en la zona euro.....	54
2.3 La crisis de los <i>subprimes</i> .....	58
2.4 El proceso de titularización de activos.....	60
2.5 Caracterización de la crisis en la zona euro.....	64
2.5.1 La crisis de deuda soberana y las finanzas públicas.....	66
2.5.2 Diferencias productivas y macroeconómicas.....	70
2.5.3 El euro y la pérdida del control monetario.....	77
2.6 Conclusiones al capítulo.....	80

### Capítulo 3: El Papel del Sector Inmobiliario en la Crisis Financiera Española

3.1 Antecedentes: 1999-2007.....	84
3.2 La burbuja inmobiliaria como principal eje de la crisis española.....	85
3.2.1 Creación y estallido de la burbuja inmobiliaria.....	88
3.3 Primeros episodios de la crisis.....	90
3.3.1 Sobreendeudamiento externo público y privado.....	93
3.3.2.1 Inversión y endeudamiento en el sector de la vivienda.....	97
3.3.3 La transmisión de la crisis de las hipotecas <i>subprime</i> .....	99
3.4 La recesión en la economía española, 2009-2014.....	102
3.4.1 Ajuste de precios en el sector inmobiliario.....	106
3.4.2 Medidas para impulsar el sector en España, 2009-2011.....	108
3.4.3 Crisis hipotecaria española en 2012.....	110
3.4.3.1 Ejecuciones hipotecarias en 2012.....	110
3.4.3.2 Nacionalizaciones y rescates bancarios.....	111
3.4.3.3 Reformas a la ley hipotecaria de 2012.....	114
3.4.4 Crisis hipotecaria española en 2013.....	116
3.4.4.1 Ejecuciones hipotecarias en 2013.....	117
3.4.4.2 Caída en los precios de las viviendas en 2013.....	118
3.4.5 Crisis hipotecaria española en 2014.....	118

3.4.5.1 Ejecuciones hipotecarias en 2014.....	118
3.4.5.2 Caída en los precios de las viviendas en 2014.....	120
3.5 Principales consecuencias sociales, políticas y económicas de la crisis española.....	121
3.6 Conclusiones al capítulo.....	125
Bibliografía.....	131

## PROTOCOLO DE INVESTIGACIÓN

### *Hipótesis*

La crisis inmobiliaria, como eje principal y promotor de la crisis financiera española, se gestó a partir del otorgamiento de créditos hipotecarios caracterizados por una situación de desconfianza, de baja calificación, con tasas de interés variables, prestatarios con malos antecedentes crediticios y concesión de préstamos riesgosos y que, a través de su bursatilización en el mercado de valores y su consecuente especulación (burbuja inmobiliaria) deterioraron su valor dando como resultado una crisis de activos “*subprime*” que se extendió a todo el sistema financiero acentuándose y continuando hacia un deterioro generalizado de la economía real española. Asimismo, las medidas de ajuste aplicadas al respecto han sido inadecuadas para superarla.

### *Objetivo General*

Analizar y describir los procesos en materia crediticia y de financiamiento que condujeron a la economía española a la actual crisis inmobiliaria y financiera que experimenta, a partir de la crisis europea, así como las consecuencias socio-económicas que ha generado en el país.

### *Objetivos Particulares*

- Exponer, desde un contexto teórico las distintas corrientes que analizan los ciclos económicos, con la finalidad de explicar el proceso que genera las crisis financieras.
- Describir las principales características de la actual crisis financiera en la zona euro, dentro de un contexto general, así como las políticas macroeconómicas que se han venido implementando para enfrentarla.
- Analizar y exponer las principales causas que contribuyeron a detonar la crisis financiera en España.
- Analizar las consecuencias económicas y sociales que ha tenido la crisis financiera, de manera particular, en el sector financiero e inmobiliario español.

### *Planteamiento del problema*

Debido a políticas, recomendaciones y mecanismos impuestos, la crisis europea iniciada en 2007 se ha profundizado e impidiendo cada vez más su solución. En este sentido, el

modelo económico prevaleciente ha dado prioridad al fortalecimiento y hegemonía del sector financiero y sus instituciones, imponiendo una tendencia a la baja de los salarios reales con relación al PIB, desempleo, reducción de los ingresos estatales así como un estancamiento en el gasto público, principalmente social, lo que ha redundado en una mayor pobreza, deterioro del tejido social y mayor concentración del ingreso.

De hecho, desde finales del 2006, se empezó a vislumbrar que las políticas adoptadas configuraban una estrategia que únicamente beneficiaba al sector financiero. Al inicio, la crisis atacó al sector financiero, cuyo efecto se transmitió al sector real de la economía, generando, para 2008 una tendencia crecimiento de destrucción económica. Posteriormente, se disparó la volatilidad económica en la UE, mientras que un débil e insuficiente crecimiento se mantuvo en muy países, lo que se reflejó también en el resto del mundo, incrementado su fuerza y alcance.

En dicho contexto, se empezó a condicionar y obligar a los distintos gobiernos, los más vulnerables, a iniciar el rescate del sector financiero endeudando a dichos gobiernos, colocándolos en un escenario de vulnerabilidad económica, sumisión y subordinación al sector financiero, lo que provocó la socialización de los costos de la crisis. Si bien la dinámica podría percibirse como una expresión de lucha entre lo público y lo privado, más bien revelaba un turbio colaboracionismo.

A partir de otoño de 2008, de la caída de Lehman Brothers, los gobiernos experimentaron mayores obstáculos para generar las condiciones de salida de la crisis, acentuando su profundización, energía y potencia. El banco Central Europeo, con su sede en Frankfurt, Alemania, ha facilitado alrededor de 3 billones de euros al sector financiero a tasas ridículamente bajas. Recursos que solamente han servido para detener momentáneamente los ataques especulativos y a la vez otorgando al sector financiero un control sobre la economía real y la sociedad, ensañándose con éstos y contra los gobiernos más vulnerables, en complicidad con las agencias calificadoras de valores.

Este proceso de especulación ha financiarizado la crisis, es decir, mecanismos y recursos han quedado supeditados a las necesidades de crecimiento y desarrollo del sector financiero.

La crisis de deuda, señala el autor, no es resultado de una política fiscal expansiva de los gobiernos, en materia de seguridad social, vivienda o fomento al empleo, sino, es consecuencia de la derrama de cuantiosos recursos al poderoso sector financiero, lo que ha paralizado aún más la economía y deteriorando la calidad de vida de la sociedad en un gran número de países europeos. Lo anterior, deja en tela de juicio la independencia del

mercado, es decir, la exclusión del Estado en la economía. No obstante, el mercado está sobreviviendo y creciendo a costa del Estado usándolo de manera parasitaria y sin mediaciones, sobre todo de tipo legal. Los mercados financieros se han apoderado de la voluntad de los gobiernos y sus representantes, lo que ha generado menores capacidades de recaudación fiscal de éstos, profundizando su ya débil situación. Por largo tiempo se argumentó que la crisis era resultado de un excesivo gasto estatal, generando una cortina de humo de lo que verdaderamente era: que dicho endeudamiento era resultado de los enormes flujos de recursos monetarios al sector financiero. Hasta finales del 2007, el déficit promedio de la UE ascendía a tan sólo 0.6%, mientras que para 2012 se situaba en un 7%, y en algunos países mucho más.

Desde el momento en que la crisis pasó del sector financiero a la economía real, se acentuó particularmente en el sector laboral; los salarios han perdido poder adquisitivo y las condiciones mínimas de seguridad social han caído en franco deterioro. En este contexto, lo más preocupante, es el desempleo que afecta y golpea con más vehemencia al sector juvenil de la población, donde alcanza cifras de más de 80 millones de desempleados, construyendo las condiciones de miseria y exclusión social entre los jóvenes, donde serán los pobres del futuro, provocando una generación “perdida”, como el mejor de los escenarios.

Este desempleo, que suma ya más de 200 millones de personas a nivel mundial (OTI, 2012), es resultado de las políticas contraccionistas en materia de consumo e inversión. Aunado a los daños al sector laboral, se suman la mella en los fondos de pensiones, lo que radica, no sólo en el incremento en el tiempo de jubilación sino en la caída de los ingresos debido al alza en los impuestos.

En materia de pobreza, España ocupa el tercer lugar del grupo de los “27”, con un 23.4%, resultado de más de 6 años de crisis. A lo anterior, debemos sumarle el alto número de desahucios, que llega cerca de los 7 millones, respuesta de la especulación inmobiliaria en el país.

La lectura propone fortalecer los mercados internos, alentando al alza a los salarios, mejorando la calidad de los empleos e incrementar las inversiones en aras de las necesidades de crecimiento y desarrollo de la economía real. De lo contrario, las sociedades serán empujadas a la polarización y empobrecimiento social, político y económico, tirando por la borda más de 50 años de logros y luchas reivindicativas, así como paz social y voluntad política. El modelo macroeconómico impuesto en la actualidad, basado en austeridad, únicamente ha generado una caída en las posibilidades

de crecimiento, condenando a los gobiernos a la insolvencia y endeudamiento "público", y a la sociedad al desempleo y empobrecimiento.

## Introducción

En Diciembre de 1998, surge la Unión Monetaria Europea (UME) como necesidad del sector financiero de dicha zona, con el fin de eliminar el riesgo devaluatorio que predominaba en la mayoría de aquellos países y afectaba la valorización de su capital. Con el ingreso del euro y la libre movilidad de mercancías, se manifestaron rápidamente las diferencias de productividad y competitividad entre países, lo que repercutió en el déficit de cuenta corriente y el consecuente sobreendeudamiento en la mayoría de los países. *“Con el surgimiento de la moneda única los países miembros de la UME eliminaron su moneda, por lo que dejaron de tener el control de ésta para usarla como un instrumento competitivo que ajuste la balanza de comercio exterior, como para impulsar la dinámica productiva nacional, ya que con el euro cedieron al BCE el manejo de la política monetaria, la cual privilegia su estabilidad para favorecer al sector financiero de la zona, ya que con ello le garantiza la valorización de su ganancia en su moneda”*.<sup>1</sup> Los países de la zona euro no han tenido la capacidad de instrumentar políticas contra-cíclicas frente a la crisis bancaria, lo que ha generado crecientes déficits fiscales e incrementos en la relación de endeudamiento soberano. Las políticas de ajuste que se han implementado han sido ineficaces para salir de la crisis. En este sentido, los rescates bancarios gubernamentales, particularmente de Alemania como principal acreedor, del Fondo Monetario Internacional (FMI), del Banco Central Europeo (BCE), la Unión Monetaria Europea (UME) y la Comisión Europea (CE), se han condicionado a la instrumentación de políticas de austeridad fiscal, reformas estructurales que sólo han profundizado la recesión económica, aumentado la tasa de desempleo, y la mala desigualdad del ingreso, los problemas de insolvencia e inestabilidad bancaria y financiera siguen estando presentes.

En un corto período de tiempo, el «milagro español» de 1999-2007 se ha visto desplazado por una profunda crisis económica que ha reducido el empleo a una velocidad tal que a finales del año 2013 la tasa de paro había alcanzado el 27 por ciento de la población activa<sup>2</sup>. Es útil recordar que la experiencia española es un caso paradigmático de fracaso de las políticas de austeridad fiscal y de devaluación salarial extremas, en tanto que es el

---

<sup>1</sup> Huerta, Arturo (2014), *“Unión Monetaria y Crisis de la Zona Euro”*, Facultad de Economía, UNAM, 2014.

<sup>2</sup> García E. Norberto (Coord.) (2014), *“¿Qué ha pasado con la economía española? La Gran Recesión 2.0 (2008 a 2013)”*, Ed. Pirámide, 2014.

país europeo, con excepción de Grecia, donde el nivel de desempleo y la tasa de pobreza se han elevado hasta niveles extraordinarios.

El presente trabajo tiene el propósito de exponer y analizar, en un contexto general, dicha crisis en la que España indudablemente se ve inmersa y forma parte de ella inclusive como uno de los cinco países más afectados (Grupo de los cinco: Chipre, Portugal, Grecia, Italia y España) y que constituye un claro ejemplo de la magnitud de aquella crisis iniciada en 2008, y que sin dudas forma parte de las causas que influenciaron la caída en la economía española y la cual forma parte de la misma crisis en Europa. Posteriormente, se caracterizará, de manera particular, la crisis financiera en España, haciendo un contraste desde el periodo llamado como “el milagro español” desde 1999 caracterizado, entre otras cosas por un desarrollo sostenido, apertura económica, fomento a la inversión pública y desarrollo de infraestructuras, así como un fuerte impulso de España como e) destino turístico con la Gran Recesión que se vive en aquel país y que la ha afectado tanto política, social y económicamente con consecuencias desastrosas para la población y su calidad de vida. Posteriormente, se pretende abordar como tema central la influencia e implicaciones que tuvo y aún tiene, la crisis del sector inmobiliario español en la Gran Recesión que inició en 2008, que tuvo su origen en la banca norteamericana y cuya primicia estuvo a punto de ser arrebatada por la misma crisis inmobiliaria española que tuvo sus inicios en una formidable burbuja especulativa sin precedentes y que será recordada por varias décadas. Asimismo, se analizarán las consecuencias (sobreendeudamientos hipotecarios y desalojos judiciales (Crisis hipotecaria de 2012, 2013 y 2014), así como en la caída en los precios de las viviendas, las nacionalizaciones y los rescates bancarios. Para esto, se iniciará el análisis de las causas que originaron la crisis financiera en aquel país, como se señaló, la crisis financiera en la zona euro y a su vez, la causa que originó ésta, la crisis bancaria en Estados Unidos.

## **Capítulo 1: Marco Teórico**

### **1.1 Conceptos básicos del ciclo económico**

Dentro de una economía de mercado, la palabra “crisis” hace referencia a la cuestión relacionada con los ciclos o fluctuaciones económicas. De hecho, dichas fluctuaciones son anteriores al surgimiento del sistema capitalista; desde la Edad Media aparecen periodos o fases de contracción y expansión económica. La diferencia es que en el sistema capitalista las crisis no son generadas únicamente por factores externos al propio sistema, por ejemplo, los cambios climáticos o las guerras, sino por factores internos al mismo. Particularmente, la fase inicial o de desaceleración del periodo de contracción y que es llamada “crisis” se caracteriza principalmente por la disminución general del nivel de actividad económica y que se materializa por la caída en la producción de bienes y servicios y un elevado nivel de desempleo, así como por una caída en los precios y salarios (Rapoport y Brenta, 2011).

En términos generales, el ciclo económico está formado por cuatro principales fases: prosperidad, recesión, depresión y recuperación. De tal manera, las crisis no son fenómenos aislados, sino una fase crítica de un periodo cíclico que refleja un continuo flujo y reflujo del sistema económico de un país o región (Rapoport y Brenta, 2011)

No obstante, la palabra “crisis” puede representar dos conceptos diferentes. Uno de ellos lo describe como el punto de inflexión de un ciclo, del auge se pasa a la recesión; el otro concepto apela más al sentido común y se define como una “perturbación dramática” de la vida económica de una sociedad (Rapoport y Brenta, 2011)

De acuerdo con James A. Estey (1956), los ciclos económicos son las diversas fluctuaciones de naturaleza rítmica que pueden encontrarse en las actividades de los negocios modernos.

El economista estadounidense Paul A. Samuelson (1973), define al ciclo económico como “una oscilación de la producción, la renta y el empleo de todo un país, que suele durar entre 2 y 10 años y que se caracteriza por una expansión o contracción general de la mayoría de los sectores de la economía”. Por lo tanto se puede decir que los ciclos económicos se conceptúan como: las fluctuaciones de diferentes variables macroeconómicas en las diferentes ramas o sectores de la economía de un país

determinado. Dichas oscilaciones abarcan periodos de tiempo indefinido en donde se puede presentar una contracción o expansión de la misma.

En términos generales, el análisis del ciclo económico reconoce cuatro fases o periodos. Según Mitchell (1927), las fases de los ciclos económicos se pueden dividir en: Prosperidad o Expansión, Recesión, Contracción o Depresión y Recuperación.

Asimismo, por “recesión económica” se entiende como la caída de la actividad económica durante un periodo de tiempo, que puede o no transformarse en recesión. Ésta última fase tiene que ver con la prolongación y profundización de dicha recesión en el tiempo que deteriora marcadamente la economía, así como las condiciones de vida y de trabajo de la sociedad de forma sostenida y por largo periodo de tiempo, poniendo de ejemplo la Gran Depresión de 1929, la cual llevó más de una década en ser superada (Rapoport y Brenta, 2011).

De acuerdo con Estey (1956), las principales características de los ciclos económicos son las siguientes:

*Periodicidad:* Un ciclo económico tiene la particularidad de componerse de diferentes series económicas, las cuales no suelen crecer o decrecer en el mismo nivel ocasionando rezagos en los parámetros de la actividad económica.

*Duración:* Al periodo de tiempo que abarca un ciclo económico se le denomina duración. Dicha duración, es difícil de medir ya que las oscilaciones están sujetas a diferentes variaciones que ocasionan un cambio en cualquier instante del periodo del ciclo, así como en su recurrencia. Los ciclos cortos suelen ser de 3 a 4 años, los ciclos grandes de 7 a 10 años y los llamados de Onda Larga con periodos de aproximadamente 50 años de duración.

*Amplitud:* Nos indicará el tamaño en el que se establece el ciclo económico, en el cual influyen las diferentes perturbaciones económicas que son las que lo determinan. Esto es, lo grande que puede llegar a ser la cima de un ciclo.

*Recurrencia:* Es aquella que indicará la repetición de un ciclo económico en periodo de tiempo irregular.

*Forma:* Dentro de un ciclo económico, el movimiento total de toda su oscilación se encuentra dentro de su forma gradual en sus diferentes variaciones las cuales diferirán en

su composición de acuerdo a su retraso o aceleración, con relación a la existencia de una crisis o un auge.

En cuanto a las fluctuaciones de los ciclos económicos se refiere (Estey, 1956), la clasificación más común es la siguiente:

*Tendencias seculares:* Representan el curso ascendente o descendente del desarrollo sostenido que se presenta en cualquier actividad durante épocas relativamente largas.

*Fluctuaciones estacionales:* Son las variaciones en la actividad que ocurren dentro del periodo de un año y que, probablemente, se deben a causas conectadas, directa o indirectamente, con las estaciones.

*Fluctuaciones cíclicas:* Son movimientos ondulatorios de la actividad económica, caracterizadas por fases periódicas de expansión y contracción en periodos que exceden de un año.

*Fluctuaciones esporádicas:* Son variaciones irregulares y no cíclicas de la actividad, debidas a la interferencia constante de toda clase de causas que afectan los negocios. Pueden considerarse como fluctuaciones “accidentales”.

Finalmente, el concepto de tendencia, se define como un movimiento continuo y prolongado de cualquier actividad en una dirección conocida durante un período de tiempo que es largo con relación al ciclo económico.

En lo que respecta a los diferentes tipos de ciclos económicos<sup>3</sup>, “existen los llamados ciclos Kitchin o ciclos cortos, de treinta y nueve meses, o los ciclos Juglar, que duran aproximadamente entre seis y nueve años. Pero junto a éstos, denominados respectivamente ciclos de negocios o comerciales, existen también los llamados ciclos largos, analizados por el economista ruso Nicolai Kondratieff, que tienen en cuenta la influencia de los cambios tecnológicos y cuyos modelos fue popularizado por un gran estudioso de los ciclos, Joseph Schumpeter”<sup>4</sup>

Más adelante, se describirán las principales características que las principales corrientes aportan a la teoría de los ciclos económicos.

---

<sup>3</sup> <http://www.zonaeconomica.com/ciclos-economicos>

<sup>4</sup> Rapoport, Mario y Brenta, Noemí (2011), “*Las grandes crisis del capitalismo contemporáneo*”, 2011, p. 18.

## 1.2 Teoría del ciclo económico

Como se señaló anteriormente, dentro del contexto económico mundial se han experimentado diferentes periodos de oscilaciones o fluctuaciones (ciclos económicos), los cuales, generalmente, se ven representados en una crisis o bien, en una estabilidad económica.

De acuerdo con Mitchell<sup>5</sup> (1927), un ciclo económico consiste en expansiones que ocurren aproximadamente al mismo tiempo en muchas actividades económicas, seguidas de recesiones, contracciones y recuperaciones generales similares que se consolidan en la fase de expansión del ciclo siguiente. Esta secuencia de cambios se repite, pero no de forma periódica. Con respecto a la duración y términos generales, los ciclos económicos varían de más de un año a 10 ó 12 años. Es decir, la recesión se considera como una caída en el nivel agregado de la actividad económica en su conjunto, en tanto la fase expansiva corresponde al aumento sostenido del nivel de actividad económica.

Las primeras sistematizaciones generales de las diversas investigaciones previas sobre el ciclo económico se le atribuyen a W. Mitchell (1927), quien expuso el desarrollo cíclico, y a Schumpeter (1939) quien definió el “modelo tricíclico”.

La Gran Depresión de 1929 obligó a profundizar los estudios científicos con referente a la teoría del ciclo económico, pero una vez terminada la Segunda Guerra Mundial, al producirse la expansión de un nuevo ciclo largo, se descuidó el estudio del ciclo y se llegó a generalizar la creencia según la cual era posible erradicar las crisis del crecimiento económico, incluso entre economistas tan notables como Paul Samuelson (1971). Fueron la excepción trabajos como los de James Arthur Estey (1956) y Ernest Mandel (1972).

Las ilusiones dieron paso a la realidad después de 1968 y especialmente tras la crisis internacional de 1973. Desde la perspectiva de la Nueva economía clásica, Robert Lucas (1975) formulo un modelo del ciclo económico. Mandel (1972) y otros economistas marxistas multiplicaron sus análisis sobre las crisis cíclicas. Nuevos e importantes estudios sobre el ciclo económico han sido producidos desde entonces y han ayudado a

---

<sup>5</sup> "Las crisis no son más que una característica de los 'ciclos económicos' recurrentes. En vez de un estado 'normal' de la economía, interrumpida sólo por crisis ocasionales, ahora se acepta un estado de continua fluctuación de la economía, variando continuamente con ritmo más o menos regular. Se acepta que a una crisis siga una depresión, que a esta siga la recuperación y a ésta la prosperidad, la que a su vez precede a una nueva crisis.", Mitchell, Wesley Clair, "*Business Cycles: The problem and Its Setting*", U.S., 1927

entender la crisis internacional de 2001 y la reactivación de 2003 y nutren el debate sobre el futuro de la economía mundial.

Es indudable que la teoría del ciclo económico sigue despertando interés, particularmente en lo referente a la fase de crisis. La experiencia ha demostrado que no hay “crisis permanente” ni “prosperidad permanente”, el capitalismo funciona cíclicamente de forma inherente, por tanto las crisis son consustanciales. No existen leyes, ni políticas económicas, ni mecanismo alguno que haya impedido las oscilaciones económicas frecuentes. El ciclo económico es vigente (Rodríguez Vargas, 2012).

Al respecto, el autor, sostiene que... *“los debates que han forjado las teorías para entender los ciclos económicos y las políticas económicas para atender las crisis económicas, y en general para entender y atender el funcionamiento del capitalismo, desde Ricardo y Malthus hasta nuestros días, no han perdido vigencia, no han perdido partidarios y defensores, al contrario los combatientes se han incrementado enormemente. Los argumentos de cada quien son visibles, evidentes y asumidos de manera definitiva, en algunos casos como verdaderos dogmas. No hay rendición, la lucha sin cuartel sigue. Es decir, que ningún lado ha logrado convencer al otro, exceptuando a algunos renegados, de lo contrario el debate hubiera terminado. Ninguno ha demostrado tener la verdad absoluta, puesto que no existe; cada quien tiene su verdad, sus principios, sus métodos, su visión. No hay monopolio de la verdad, hay diversidad y libre competencia de ideas. Por tanto, el debate continuará mientras haya inflación, desempleo (los dos indicadores-insignia de cada bloque, respectivamente), mientras perdure el ciclo económico. Habrá materia de trabajo para los economistas”*.<sup>6</sup>

### **1.2.1 Teoría de los ciclos económicos largos o de Kondratieff**

La teoría económica moderna conoce sólo ciclos de una duración de 7 a 11 años. Sin embargo, en realidad, junto con estos ciclos al parecer hay también otros ciclos de la dinámica económica con una duración de cerca de 48-55 años. Nosotros los llamamos ciclos económicos largos.

La teoría de los ciclos económicos largos ha sido desarrollada en el periodo en que la industrialización llegaba a nuevos países, ramas o sectores de la producción con ondas largas depresivas (Estey, 1956).

---

<sup>6</sup> Rodríguez Vargas, José de Jesús (coordinador) (2012), “Ciclo Económico, Teorías y Políticas Económicas”, 2012.

De acuerdo con Nikolai Kondratieff (1935), para determinar la existencia de estos ciclos largos, se analizó la siguiente información estadística y fue, con la que el autor elaboró su teoría. Para Inglaterra: los precios, la tasa de interés, el salario de los obreros agrícolas y textiles, el comercio exterior y la producción de carbón, hierro y plomo, etc.; para Francia: los precios, la tasa de interés, el comercio exterior, el consumo de carbón, las superficies de siembra de avena, la cartera del Banco de Francia, los depósitos en las cajas del ahorro, el consumo de algodón, de café, de azúcar y otros; para Alemania: la producción de carbón, hierro y acero, la cantidad de husos de la industria algodonera, las superficies de siembra del algodón y otros. Además, fueron estudiados los datos sobre la producción mundial de carbón y hierro.

Dichos datos fueron tomados, en lo posible, por el periodo más prolongado. No obstante, sólo se cuenta con datos estadísticos sistemáticos sobre algunos de los fenómenos arriba señalados a partir de finales del siglo XVIII. Otros datos comienzan sólo desde principios e incluso desde la mitad del siglo XIX (Kondratieff, 1935).

Los datos enumerados fueron sometidos a investigación con ayuda de métodos de estadística matemática. Ahí donde esto fue posible por su significado, los datos fueron antes que nada divididos entre el número de habitantes. Posteriormente, se encontraron para todos ellos curvas teóricas de tendencias seculares (*Secular trend*). Más adelante se observaron desviaciones de la serie empírica con respecto a la serie teórica. Estas desviaciones encontradas fueron niveladas con ayuda de las medias móviles del periodo de 9 años, gracias a lo cual fueron eliminadas tanto sus fluctuaciones ocasionales como las cíclicas de corta y media duración. Las desviaciones niveladas fueron sometidas a análisis, con el fin de establecer el hecho de la existencia de los ciclos largos (Kondratieff, 1935).

El método descrito fue usado para todos los datos arriba señalados, exceptuando el de los índices de precios, ya que éstos no exigían la elaboración compleja descrita.

Siguiendo el estudio de Kondratieff (1935), los resultados básicos obtenidos del estudio se reducen a lo siguiente: la mayoría de los datos empleados manifiesta la existencia de ondas cíclicas de una duración de 48 a 55 años. Los periodos de fluctuaciones de algunos datos coinciden entre sí de manera muy estrecha. La divergencia de los puntos de cambio de dirección en algunas curvas sólo en casos particulares, supera los 5 años. Si contamos

desde finales del siglo XVIII, los periodos de los ciclos largos resultaron aproximadamente los siguientes:

*Primer ciclo largo:*

Onda ascendente:	De finales de los años ochenta y comienzos
	de los noventa del siglo XVIII, a 1810 - 1817
Onda descendente:	De 1810-1817 a 1844-1851

*Segundo ciclo largo:*

Onda ascendente:	De 1844-1851 a 1870-1875
Onda descendente:	De 1870-1875 a 1890-1896

*Tercer ciclo largo:*

Onda ascendente:	De 1890-1896 a 1914-1920
Probable onda descendente:	Desde 1914-1920

De los datos estudiados, no revelaron la existencia de los ciclos largos particularmente los que se refieren al consumo, por ejemplo, de trigo, café, azúcar y algodón en Francia. Fueron indetectables también en los datos sobre las superficies sembradas de trigo en Francia en la producción de lana y azúcar en Estados Unidos (Kondratieff, 1935).

El estudio de los datos, posteriormente, dejó establecer seis importantes regularidades empíricas en la elaboración de los ciclos económicos largos:

- Antes y durante el comienzo de la onda ascendente de cada ciclo se observan cambios profundos en las condiciones de la vida económica de la sociedad. Estos

cambios se manifiestan en cambios importantes de la técnica, en la incorporación a las relaciones económicas mundiales de nuevos países, en el cambio de la extracción de oro y de la circulación monetaria.

- A los periodos de la onda ascendente de cada ciclo largo le corresponde la mayor cantidad de conmociones sociales, como lo son las guerras y las revoluciones.
- Los periodos de la onda descendente de cada ciclo largo se acompañan de una depresión prolongada y muy marcada en el sector agrícola.
- En el periodo de la onda ascendente de los ciclos largos, los ciclos capitalistas medios se caracterizan por la brevedad de las depresiones y la intensidad de los auges, en el periodo de la onda descendente de los ciclos largos se observa el escenario contrario.
- Aunque el periodo estudiado abarca como máximo 140 años y es insuficiente para sacar conclusiones definitivas, la existencia de los ciclos largos es al menos muy posible.
- Las ondas largas de la coyuntura descubiertas no pueden ser explicadas por causas accesorias, ocasionales. Esta explicación, por lo visto, es necesario buscarla en las peculiaridades inherentes al sistema económico de producción capitalista.

La generación de tal explicación, sin embargo, encuentra considerables dificultades. En calidad de primera hipótesis, se puede proponer lo siguiente:

La duración del funcionamiento de los diferentes bienes económicos creados y de las fuerzas productivas, varía. De la misma forma, para su formación es necesario un tipo diferente y medios distintos también. Como regla, el periodo más prolongado de funcionamiento lo tienen los tipos básicos de las fuerzas productivas, los cuales demandan y necesitan un largo tiempo y los mayores montos de capital acumulados para su creación. De aquí la necesidad para la economía de una concepción acerca de los diversos tipos de equilibrio en relación con los distintos periodos (Kondratieff, 1935).

A los ciclos largos se les puede analizar como una alteración y restablecimiento del equilibrio económico de un periodo prolongado; su causa primordial la explica el

mecanismo de ahorros<sup>7</sup>, acumulación y difusión del capital, necesario para la creación de nuevas fuerzas productivas básicas. No obstante, la acción de esta causa básica se fortalece con la acción de factores secundarios (Kondratieff, 1935).

De acuerdo con Kondratieff, y en relación con lo señalado, el desarrollo del ciclo económico largo recibe la siguiente explicación:

*“El inicio del ascenso coincide con el momento cuando el ahorro y la acumulación de capital alcanzan la tensión, que es posible una inversión rentable de capital con el fin de crear fuerzas productivas básicas y un reequipamiento radical de la técnica.*

*El ascenso inicial del ritmo de la vida económica se complica con los ciclos industrial-capitalistas de duración media y provoca una agudización de la lucha social, de la guerra por los mercados y conflictos externos.*

*En este proceso el ritmo de acumulación de capital se debilita y se acrecienta el proceso de difusión de capital libre. El reforzamiento del efecto de estos factores provoca un viraje del ritmo de desarrollo económico y su disminución, ya que la influencia de los factores señalados es más fuerte en la industria, el viraje coincide, frecuentemente, con el inicio de una depresión agrícola prolongada.*

*El descenso del ritmo de la vida económica condiciona, por un lado, el reforzamiento de las búsquedas en la esfera del perfeccionamiento de la técnica y, por otro, el restablecimiento del proceso de acumulación de capital en manos de grupos industrial-financieros y otros, en grado considerable a costa de la agricultura.*

*Todo esto crea las premisas para un nuevo ascenso del ciclo largo y éste se repite nuevamente, aunque en un nuevo estadio de desarrollo de fuerzas productivas”.*<sup>8</sup>

Un escenario caracterizado por deuda elevada, derivado de otorgamientos de créditos en exceso trae consecuencias adversas para la economía, inclusive ante la instrumentación de medidas de política monetaria necesarias como el decremento en las tasas de interés para el incentivo de la inversión y el crecimiento. Al respecto, Reinhart y Rogoff, señalan que la deuda excesiva, tanto pública como privada, interna y externa, ha conducido a las

---

<sup>7</sup> En el original se emplean juntos dos términos que tienen similar significado: *akkumulatsia* y *nakopliénie*. Sin embargo, el último indica también ahorro, por ello le he dado esa acepción en la traducción (Luis Sandoval Ramírez).

<sup>8</sup> Kondratieff, Nikolai (1935), “*Los ciclos largos de la coyuntura económica*” Introducción y traducción de Luis Sandoval Ramírez, UNAM, IIEc, Ediciones del Lirio, 2008.

crisis financieras internacionales, en los últimos dos siglos (Reinhart y Rogoff 2009). Dichas crisis suelen terminar en pagos y reestructuraciones, aunque a veces mediante degradación de la moneda por el proceso inflacionario. Los problemas que traen consigo los altos endeudamientos, generalmente tardan años para revertirse y generan depresiones de bastante duración, mientras las empresas y los consumidores reconstruyen sus balances.

En los Estados Unidos, desde el comienzo del siglo XX hubo momentos de dos ciclos de largo plazo de la deuda total como porcentaje del PIB. Durante el primer ciclo se aumentó la deuda, hasta la crisis de 1929, después de lo cual la relación deuda/PIB se disparó a cerca de 260%, en medio de la Gran Depresión. La relación deuda/PIB se redujo después de la depresión y alcanzó un mínimo de menos de 140% en la década de 1950 (Lacy, 2011). La relación desarrolló un fuerte aumento, desde 160% en la década de 1980 hasta más de 360% durante la crisis financiera 2008-2009. La mayoría de los países europeos tienen niveles elevados de deuda total y el Japón tiene un elevado índice deuda.

### **1.2.2 Teoría austriaca del ciclo económico: Causas monetarias, efectos reales**

Sin duda alguna, la contribución del economista austriaco y ganador del premio Nobel en 1974 Friedrich August Von Hayek a la teoría económica es fundamental, principalmente en lo referente a la teoría del ciclo económico, desarrollada en su juventud. La Escuela Austriaca de la cual sus principales representantes son precisamente F. A. Von Hayek, Ludwig Von Mises y Murray Rothbard, entre otros y reciente defendida por diversos economistas<sup>9</sup> aportó una teoría del ciclo económico. A continuación se detallarán los principales lineamientos de dicha teoría.

Antes de exponer la teoría austriaca del ciclo económico, es pertinente abundar en la macroeconomía basada en la teoría del capital austriaca<sup>10</sup>, a la cual se le pueden atribuir cinco características esenciales, las cuales se esbozarán con mayor énfasis en el desarrollo del tema:

---

<sup>9</sup> Ver Huerta de Soto, Jesús (1998), *"Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos"*, Cuarta edición, Unión Editorial, Madrid, España, 1998.

<sup>10</sup> La teoría del capital austriaca se le debe más que nada a Böhm-Bawerk, el cual la expuso detalladamente en su magnum opus *Positive Theory of Capital*, la cual representa una alternativa crítica a la teoría, hoy dominante, del capital, que postuló John Bates Clark.

- 1) La producción es un proceso inter-temporal el cual requiere de diversas etapas, en las que se insertan medios de producción y resulta, en última instancia, en la consecución de bienes de consumo.
- 2) Los precios son un medio de transmisión de información que sirven como guía a los agentes económicos en sus decisiones de producción y consumo. En especial la tasa de interés que sirve para la coordinación inter-temporal entre consumo presente y consumo futuro (de tal manera que coordina el mercado de fondos prestables).
- 3) Los bienes de capital son heterogéneos, en tanto sirven para la consecución de bienes específicos. De tal manera que se pueden dividir en bienes de primer grado (bienes de consumo) y bienes de segundo, tercer, etc. grados (que reflejan a los bienes de producción dependiendo de la etapa productiva en que se encuentren).
- 4) El “efecto Ricardo”, es el fenómeno central que conduce a la adopción de procesos de producción más o menos indirectos (esto es, a través de la inclusión o disminución de etapas en la estructura productiva). Por ejemplo, una disminución de la tasa de interés significaría una mayor inversión en bienes de capital por sobre la de bienes de consumo.<sup>11</sup>
- 5) La demanda de trabajo no es una demanda derivada de la de bienes; esto es, existe un “efecto descuento temporal”. Por ejemplo una disminución en el consumo de un bien no reduce necesariamente el nivel agregado de empleo, en tanto que significa un mayor ahorro que conduce a un aumento en la inversión de bienes de capital que requieren también trabajo.<sup>12</sup>

### *El problema del ciclo económico*

Para su exposición del desarrollo del ciclo económico, en su obra “*Teoría Monetaria y el Ciclo Económico*”, Hayek (1929) parte analizando lo que él llama el problema del ciclo económico. Al respecto, él sostiene que los medios de percepción que utiliza la estadística no son iguales a los empleados por la teoría económica, por ende, no es posible articular regularidades establecidos por la estadística a la estructura de las leyes económicas establecidas por la teoría económica. No es posible superponer al sistema de

---

<sup>11</sup> En este punto, la idea central tiene que ver con la expansión crediticia, que produce un “ahorro forzado” y que contrae el “efecto Ricardo” a un proceso de mala asignación de la inversión.

<sup>12</sup> El término “ahorro forzado” fue acuñado por Ludwig von Mises, sin embargo su definición es similar al concepto usado en el siglo XVIII por Jeremy Bentham y Henry Thornton, de “frugalidad forzada”.

proposiciones fundamentales establecido en la teoría del equilibrio una teoría del ciclo económico basada en fundamentos lógicos que no guardan una conexión con ella (Hayek, 1929).

La teoría del ciclo económico si bien puede servir de base a la investigación estadística, jamás podrá fundamentarse en ella. Inclusive, el examen estadístico cíclico, como medio de comprobación sólo tiene un valor muy limitado en lo que respecta a la teoría. El objetivo de la estadística radica en brindar datos exactos sobre los fenómenos que caen bajo la competencia teórica, con el fin de hacernos cargo de las condiciones existentes en la medida posible para hacer pronósticos futuros. La teoría deber ser separada del argumento monetario del no monetario para que el valor del pronóstico de los negocios sea exacto.

#### *Teorías no monetarias del ciclo económico*

De acuerdo con Hayek (1929), las teorías no monetarias del ciclo económico se fundamentan en la variación de factores reales y convergen en la existencia de una falta de proporcionalidad entre los diferentes sectores productivos. Dichas teorías se proponen dar una explicación sobre la producción en exceso de los medios de producción.

Hayek distingue dos tipos de teorías no monetarias que explican los efectos de las fluctuaciones sobre el sector industrial de los medios de producción. Primeramente, las que ven en la técnica de la producción la consecuencia de un aumento de la demanda de bienes de consumo, lo que conlleva a un aumento relativamente mayor de la producción de mercancías. Posteriormente, aquellas que sostienen que las variaciones en la tasa de interés y el volumen de la producción responden a circunstancias particulares (de índole no monetaria), relacionadas al ahorro y la inversión.

#### *Teorías monetarias del ciclo económico*

Históricamente, para las explicaciones monetarias del ciclo económico, generalmente, las fluctuaciones dependían de las variaciones en el valor del dinero (Shackle, 1933) (Garrison, 2001). En este contexto, Hayek señala en su obra "*Precios y Producción: Una Explicación de las Crisis de las Economías Capitalistas*", 1931), las incipientes investigaciones de Thornton (1802), a quien le concede una de las importantes aportaciones a la teoría monetaria relacionada al estudio del ciclo económico, así como a Ricardo (1821) y su contribución de su teoría de tasas de interés.

Hayek señala que el punto clave del análisis de los teóricos del ciclo económico radica en el estudio de todos los cambios que emanen del campo monetario, en particular de las variaciones cuantitativas, cambios orientados a perturbar las mutuas relaciones de equilibrio que hay en la economía natural, ya se puntualice o no la perturbación en un cambio del denominado valor general del dinero, es decir, las fluctuaciones no dependen de modificaciones del valor del dinero (Hayek, 1929).

El factor esencial es el efecto de las modificaciones de la cantidad de dinero en la estructura productiva. Asimismo, las alteraciones en la estructura productiva son ajenas de los cambios del valor del dinero. En este sentido, Hayek hace referencia, especialmente a Wicksell (1898), argumentado que no contaba en su época la difusión merecida, debido a retrasos en las traducciones y ediciones de su obra, no obstante, fue quien planteó la integración de la política crediticia de los bancos a la teoría de los ciclos. Finalmente, hace referencia a Mises (1912), como una de las fuentes de inspiración en teoría monetaria y, particularmente, en la teoría del ciclo económico.<sup>13</sup> Al respecto, Hayek señala, *“Para el objeto de esta relación no es necesario retroceder a los primeros representantes de este grupo; basta considerar las concepciones de Wicksell y Mises, puesto que tanto los recientes progresos efectuados como los errores que aún subsisten pueden ser mejor analizados sobre la base de esos estudios”*.<sup>14</sup>

De acuerdo con Hayek, el profesor Mises realizó un gran progreso con respecto a Wicksell sobre el análisis de los efectos de una diferencia entre la tasa de interés monetario y la tasa de interés natural. Aunque Wicksell fue más allá que Mises en relación a la explicación del origen de esta diferencia, Hayek reconoce a su mentor Mises que “en lo relativo a la teoría del dinero (en tanto que difiere de *“La Teoría Pura del Capital”* (1941), la obra que proporciona el marco en el que he procurado elaborar un punto especial es la del profesor Mises, mucho más que la de Knut Wicksell”.<sup>15</sup>

Por consiguiente, Mises es quien ejerce influencia más directa y aporta a Hayek una teoría monetaria de los ciclos, dejando ver la influencia que la tasa de interés puede tener sobre los precios relativos.

---

<sup>13</sup> Uno de los vínculos entre la *“Teoría Monetaria y el Ciclo Económico”* y *“Precios y Producción”* es la influencia de Wicksell y Mises en el pensamiento monetario de Hayek que está presenta en ambos textos.

<sup>14</sup> Hayek von F. (1929), *“Geldtheorie und Konjunktur Theorie”*, J. Springer, Vienne, *“Monetary Theory and the Trade Cycle”*, (1933). Londres: Jonathan Cape, trad. de (1929). *“La Teoría Monetaria y el Ciclo Económico”*, trad. de (1929), Madrid: España, pág. 99

<sup>15</sup> *Ibidem*, pág 103.

### *La causa fundamental de las fluctuaciones cíclicas*

De acuerdo con Hayek, las fluctuaciones cíclicas se deben principalmente a causas monetarias, sin embargo, para él el dinero no tiene influencia en la vida económica a través del nivel general de los precios. Hayek pone énfasis en los efectos que el crédito tiene sobre los precios relativos de las mercancías, así como sobre la distribución de la producción entre los bienes de producción y bienes de consumo, ya que, para Hayek los ciclos económicos son generados por causas monetarias, pero que conllevan consecuencias reales sobre el nivel de los precios relativos del sistema económico, es decir, una modificación del equilibrio en los precios da como resultado, invariablemente, cambios en la estructura productiva (Hayek, 1929).

En su análisis, Hayek no da importancia a los efectos del crédito sobre el nivel de precios, sino por los efectos sobre los precios relativos de las mercancías y sobre la distribución de la producción entre bienes de producción y bienes de consumo, que constituyen los efectos reales del ciclo económico.<sup>16</sup>

En efecto, Hayek (1931), explica el por qué algunos bienes que se utilizaban en un estadio productivo ahora se pueden emplear de forma más rentable en otro estadio, lo cual sólo sucederá si hay modificaciones en las proporciones en las que los distintos bienes de producción pueden asignarse de forma provechosa en cualquier estado productivo, lo que a su vez supone deben existir “alteraciones” en los precios ofrecidos a cambio de ellos en los distintos estadios (Hayek, 1931).

Es menester señalar la diferencia entre los bienes de producción que pueden emplearse en todos los estadios productivos, o al menos en su mayoría, y los bienes de producción que sólo pueden emplearse en uno. Los primeros pertenecen a casi todos los medios originales de producción y también al grueso de las materias primas. Los segundos se ubican en aquella maquinaria muy especializada, así como bienes semi-manufacturados que pueden ser modificados en bienes finales si pasan por un número definido de estadios productivos (Hayek, 1931).

En su análisis, Hayek critica a los defensores de la estabilidad del nivel general de precios y, por consiguiente, a los defensores de las teorías monetarias del ciclo económico, argumentado que cuando existe un incremento en la cantidad de dinero, existe una

---

<sup>16</sup> Según Hayek, los ciclos económicos son causados por factores monetarios, pero tienen como consecuencias efectos reales sobre la estructura de precios relativos de la economía.

variación de los precios relativos. En este sentido, a diferencia de Wicksell quien no reconoció el poder de los factores monetarios para quebrar el sistema de equilibrio económico basado en el truco, por encima de toda variación del nivel general de precios. Hayek creía necesario observar los precios relativos (como los autores clásicos), es decir, la relación de dos precios expresados en dinero (en unidades monetarias). Afirma que el dinero perturba el equilibrio a través del aumento de los precios relativos provocados por una expansión crediticia.

Por último, Hayek desea conjuntar las consecuencias del desencadenamiento del ciclo económico: en primera instancia, tarde o temprano, surgen las restricciones del crédito bancario; posteriormente, cuando se incrementan los precios, las desigualdades presentadas entre los distintos sectores productivos repercuten de manera distinta a los diferentes sectores de la esfera productiva. Se podría decir que es el exceso de crecimiento de las industrias productoras de materias primas y de bienes de capital, la razón principal de las recesiones periódicas, pero lo que se descubre es que detrás de ello existe una sobre-expansión de la elasticidad del sistema crediticio, una expansión excesiva del crédito. Debido a esto, la razón principal de las fluctuaciones cíclicas debe analizarse en las modificaciones del volumen de dinero disponible o bien, en la elasticidad de la cantidad de dinero que constituye, según Hayek, la condición necesaria y suficiente para la formación del ciclo económico (Hayek, 1929).

Evidentemente, la teoría del ciclo económico expuesta por Hayek, estuvo, sin duda, sustentada previamente en el análisis desarrollado por quien fuera su profesor, Ludwig Von Mises. En este sentido y en relación al ciclo económico, Mises afirma: *"Nuestra teoría bancaria, conduce, en última instancia, a una teoría del ciclo económico. Ciertamente es que la Currency School<sup>17</sup> no investiga por completo este problema. No solamente no busca las consecuencias que se derivan de un aumento del crédito realizado sin restricciones por*

---

<sup>17</sup> *Currency School* fue un grupo británico que se originó a partir de los escritos de David Ricardo, en oposición a la Escuela Bancaria. La *Currency School* abogó por la "doctrina de la moneda" en la controversia del siglo XIX sobre las leyes que deben regir el Banco de Inglaterra y formar la base del sistema monetario británico. La "doctrina de la moneda", sostiene que todos los futuros cambios en la cantidad de la nación de dinero deben corresponder exactamente con los cambios en las participaciones de la nación de metal monetario (después de 1853, el oro solamente). En general, la *Currency School* se opuso a los principios bancarios gratuitos y a la sanción legal para los aumentos discretos o disminuciones en la cantidad de dinero de la nación, que, en su opinión, incluidos los billetes de banco, pero no exige depósitos sujetos a transferir o retiro por cheque. En resumen, la *Currency School* se opuso a la práctica de emitir billetes fiduciarios contra el papel comercial y valores públicos y buscó una prohibición legal sobre la cuestión de los nuevos billetes salvo en contra de 100% las reservas de oro. ([http://wiki.mises.org/wiki/Currency\\_School](http://wiki.mises.org/wiki/Currency_School))

*los bancos de emisión, sino que ni siquiera se pregunta si es posible a los bancos el deprimir de manera permanente el tipo natural de interés. Únicamente se contenta con demandarse lo que sucedería si los bancos de una nación extendieran la emisión de medios fiduciarios por encima de las demás naciones. De esta forma han llegado a su doctrina del drenaje exterior y a su explicación de las crisis inglesas que han tenido lugar hasta la unidad del siglo XIX.*

*Si nuestra doctrina de las crisis se aplicase a una historia más reciente, observaríamos que los bancos nunca han alcanzado el límite de sus posibilidades en la emisión de medios fiduciarios y en la extensión del crédito, bien a causa de la creciente incomodidad experimentada por ellos y por aquellas personas que no habían olvidado las anteriores crisis, o bien porque debían allanarse a prescripciones legislativas concernientes a la circulación máxima de medios fiduciarios. De esta manera, estallaban las crisis antes de que hubieran necesitado declararse en quiebra. Únicamente en este sentido debe interpretarse la afirmación de que es verdad sólo aparentemente el decir que la restricción de los préstamos es la causa de las crisis económicas o, al menos, su determinante inmediata, y que si los bancos hubieran continuado reduciendo el tipo de interés de los préstamos, hubieran podido seguir aplazando el colapso del mercado. Si la fuerza de este argumento se hace residir en la palabra “aplazar”, podría admitírsele sin restricciones.*

*Sin duda, los bancos pueden contener el colapso del mercado; pero, no obstante, según se ha dicho, llegaría un momento en que no sería posible el aumento de la circulación de medios fiduciarios. Entonces tendría lugar la catástrofe, con las peores consecuencias, y cuanto más fuerte fuera la reacción contra la tendencia del mercado, más largo sería el periodo durante el cual el tipo de interés de los préstamos se encuentra por debajo del tipo natural de interés y mayor la amplitud que adoptarían los procesos alargados de producción no justificados por la situación del mercado de capital”.<sup>18</sup>*

A través de este análisis, Mises (1912), llega a la conclusión que las causas del ciclo económico no hay que buscarlas en una hipotética disfunción de la economía de mercado. En última instancia, la causa principal se encuentra en la manipulación del dinero y del crédito por las autoridades monetarias. Por consiguiente, Mises es quien de forma más directa aporta a Hayek una teoría monetaria de los ciclos, mostrando la influencia que la tasa de interés puede ejercer sobre los precios relativos.

---

<sup>18</sup> Mises, Von Ludwig (1912), “Teoría del dinero y del crédito”, Aguilar, Madrid, 1936, págs. 411-412.

La teoría hayekiana del ciclo económico es, por lo tanto, una teoría monetaria en sí misma. El punto importante es destacar que los cambios en la cantidad de dinero y/o crédito, en una determinada economía, actúan de tal manera que modifican la estructura de producción y por lo tanto también los precios relativos.

No obstante que sus propuestas esbozadas son aún motivo de crítica y discusión, Hayek intentó llevar al centro de la problemática el estudio del dinero, dando principal prioridad a la teoría monetaria. Sus reflexiones se encaminaban, de igual forma, hacia una eliminación de la política monetaria como solución a las crisis.

### **1.2.3 Hipótesis de la inestabilidad financiera inherente al sistema capitalista de Minsky**

El análisis de Minsky (1975), se caracteriza por el estudio de una economía de producción capitalista en la que no existe un árbitro que proporcione información completa, oportuna y gratuita sobre los precios de equilibrio en cada mercado, y donde existe el recurso de la recontractación (Mántey, 1997).

A diferencia de lo expuesto por los teóricos de la economía neoclásica, Minsky descubre que este tipo de economía genera de manera espontánea escenarios críticos de desempleo una vez que los mercados se dejan al libre juego de sus leyes, es decir, a la oferta y la demanda. Estas crisis, no obstante, pueden evitarse a través de un manejo adecuado de las políticas monetaria y fiscal (Mántey, 1997).

En su teoría de la inestabilidad inherente del sistema capitalista<sup>19</sup>, parte de la teoría de la inversión keynesiana, la que señala que las compras de activos productivos dependen de la relación existente entre su valor en el mercado financiero y su precio de oferta en el mercado real. La insuficiencia en la inversión es la generadora del desempleo, dicha inversión proyecta una subvaluación de los activos de capital en el mercado financiero (Mántey, 1997).

De acuerdo con Minsky (1975) y su análisis, la valuación de los títulos en el mercado financiero está expuesta a fluctuaciones cíclicas por la forma misma en que opera el sector bancario, y porque en este tipo de economía se producen estructuras de deudas

---

<sup>19</sup> Ver Minsky, Hyman (1982), "Can "It" Happen Again: Essays on Instability and Finance", M. E. Sharpe Inc., Armonk N.Y., 1982. También "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of que Economy", en CH. P. Kindleberger & J.P. Laffargue (Eds). *Financial Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge University Press.

que resultan incobrables si los mercados se dejan al libre juego de la oferta y demanda (Mántey, 1997).

En efecto, Minsky propone que las políticas monetaria y fiscal se combinen para que las cotizaciones de las empresas en el mercado financiero sean estables y estimulen de forma permanente la acumulación de capital real. La finalidad es, que la política monetaria se oriente flexiblemente, para que se erradiquen las fluctuaciones bruscas de las tasas de interés; en tanto que la política fiscal sea compensatoria y garantice la estabilidad de las utilidades empresariales.

Minsky define a la economía como *“un conjunto de agentes, cada uno de los cuales posee activos que generan una corriente de ingresos, y pasivos que generan una corriente de obligaciones”*<sup>20</sup>

En materia de deudas e inversiones, él señala que las empresas operan actualmente con obligaciones de pago heredadas del pasado, por lo que su inversión en el presente determinará las obligaciones que encarará en el futuro.

Minsky distingue tres fuentes de recursos para que las empresas liquiden sus obligaciones: sus utilidades, sus activos, y el crédito bancario. Si no generan las suficientes utilidades, las empresas se verán obligadas a solicitar nuevo financiamiento a los bancos, o bien vender parte de sus activos (Mántey, 1997).

Como se señaló, una estructura de deudas recibirá liquidación adecuada en forma y tiempo si los ingresos empresariales son las esperadas y para que esto suceda se requiere que la economía cuente con el suficiente nivel de inversión, ya que de ésta dependen las utilidades corporativas.

Sin embargo, la estructura de deudas, condiciona el nivel de inversión, ya que define cómo se distribuyen las ganancias; esto es, qué cantidad se canaliza a los acreedores, cuánto a los accionistas, y cuánto puede destinarse a la acumulación de capital. Si la estructura de deudas de una empresa compromete una gran parte de sus utilidades, y la inversión cae, esto provocará una disminución del ingreso que podrá tener un efecto de “bola de nieve”, ya que al disminuirse las utilidades de otras empresas y así provocar una serie de deudas en moratoria de pago eslabonadas. En tales escenarios, resulta de vital importancia el comportamiento que sigan las instituciones financieras (Mántey, 1997).

---

<sup>20</sup> Ibídem

El otorgamiento de créditos a tasas de interés bajas puede evitar el surgimiento de un colapso financiero, permitiendo la validación de la estructura de deudas heredadas del pasado y provocando nuevas inversiones.

En cuanto al financiamiento especulativo se refiere, Minsky (1975) observa tres tipos de empresas:

- i) Las empresas financieramente cubiertas, que son aquellas cuyos ingresos siempre exceden a sus obligaciones, de modo que no requieren financiamiento adicional;
- ii) Las empresas especulativas, son aquellas empresas cuyas obligaciones, en una etapa inicial, exceden a los ingresos y requieren financiamiento adicional para cubrir sus amortizaciones de deuda, pero que una vez superada esta etapa, son capaces de generar suficientes ingresos para hacer frente a todas sus obligaciones;
- iii) Las empresas *Ponzi*, son aquellas empresas que no sólo precisan de refinanciamiento para cubrir sus amortizaciones de sus obligaciones en una fase inicial, sino inclusive para pagar los intereses, aunque a largo plazo sus ingresos excedan a sus obligaciones.

La experiencia de la inestabilidad financiera en el mercado crediticio es resentida de forma diferente por cada una de estas empresas. Cuando las tasas de interés suben, las empresas financieramente cubiertas son las menos afectadas, ya que sus deudas no se incrementan puesto que cuentan con los recursos necesarios para sus necesidades de operación. Asimismo, las empresas *Ponzi*, se ven en una situación similar a las empresas especulativas, agravada por la cuestión de que ellas si requieren de financiamiento adicional no sólo para pagar sus amortizaciones, como se señalaron anteriormente, sino también para liquidar los intereses de aquellas deudas contratadas en el pasado. En este sentido Hyman Minsky define a una economía con un sistema financiero frágil como aquella en la cual predominan las empresas tipo especulativas y *Ponzi*.

La teoría de la inestabilidad financiera de Minsky (1975), señala que el sector bancario (banca comercial y de inversión) y los banqueros realizan financiamientos con el fin de adquirir y controlar bienes de capital por parte de las empresas, así como parte de la “propiedad” de las empresas por parte de las familias.

Dicho servicio bancario proporciona a las empresas el control sobre los activos reales y a las familias las financian y les venden a la vez la adquisición y el control de los activos financieros. En síntesis, los bancos de inversión administran la distribución, mientras que los bancos comerciales financian la posesión de las acciones. De lo anterior, se ve claramente el vínculo entre la propiedad de valores al proceso bancario, característica propia de la corporación moderna (Minsky, 1975).

De acuerdo con Minsky (1975), en una economía capitalista, lo que genera los balances relacionados entre sí de las diversas unidades económicas y los consecuentes flujos de efectivo, son: 1) el sistema productor del ingreso, que incluye salarios, impuestos y ganancias brutas corporativas no financieras, tras la deducción de impuestos, 2) la estructura financiera, que está compuesta de intereses, dividendos, rentas y pagos sobre préstamos y, 3) la negociación o comercio con bienes de capital e instrumentos financieros. Dichos flujos financieros se definen como compromisos contractuales, a excepción de los dividendos.

El nivel de inversión se ve afectado por la capacidad de autofinanciamiento de las empresas y por el grado de liquidez las inversiones financieras. El estado crediticio denota la percepción del sector bancario sobre los deudores y los banqueros financian a su vez las posiciones de detentores de activos reales y de accionistas tenedores de acciones.<sup>21</sup> Al respecto, Minsky señala *“...Una revisión por parte de los banqueros de sus criterios acerca del apoyo apropiado por usar en el financiamiento de posiciones en bienes de capital no necesariamente causará una revisión inmediata en el valor de mercado de esos bienes, sobre todo si no están afectados los rendimientos probables y la tasa de capitalización. Pero esa revisión de criterios de los banqueros puede tener fuerte impacto en los precios de valores. Ocurre así porque la organización de los mercados bursátiles está hecha para facilitar las transacciones de valores, lo que da lugar a un enorme volumen de esas inversiones indirectas y a una constante revaluación de su precio de mercado”*.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> El aumento en el valor accionario de las empresas hace que éstas puedan incrementar sus obligaciones sin deteriorar la relación pasivos/capital. Así, la mayor oferta de fondos de los bancos tiende a generar un aumento en la demanda de créditos (Mántey, 1997).

<sup>22</sup> Minsky, Hyman (1975), *“Las razones de Keynes”*, Fondo de Cultura Económica, México, pág. 130.

Minsky define al especulador como alguien que genera fortuna apostando correctamente a la volatilidad mercantil, esperando a largo plazo el aumento de los precios de los valores, o bien al corto plazo esperando una disminución.<sup>23</sup>

La existencia de un margen ocioso de “capacidad de endeudamiento” se da como resultado de una mejora en el nivel de confianza y del crédito por parte de los dueños de la existencia de capital heredada, cuya estructura de deuda es compatible con una fase de confianza previa. Dicho margen es tan bueno como las utilidades retenidas o no distribuidas para permitir una base a la expansión de la propiedad de bienes de capital. De tal suerte que un incremento en la confianza y en el nivel de crédito equivale por su efecto en el potencial de financiamiento de inversión por deuda a un mejoramiento al rendimiento corriente (Minsky, 1975).

Los poseedores y futuros poseedores del capital, es decir, los tenedores de acciones pueden optar por el financiamiento basado en deuda de la propiedad accionaria como una fuente de financiamiento alterna por deuda de posiciones en bienes de capital por conducto de la empresa poseedora.<sup>24</sup> Evidentemente, cambios en los niveles de confianza que modifican la forma de financiamiento de las corporaciones modifican el financiamiento de la propiedad de acciones. Los préstamos solicitados para adquirir acciones corporativas es acompañado por un incremento en el deseo de financiar mediante deuda la adquisición de bienes de capital (Minsky, 1975).

Existen dos fuentes de financiamiento de una producción adicional de bienes de capital y de una mayor financiación de posiciones por incertidumbre: la creación de dinero y la diversificación de carteras por parte de poseedores del capital, con respecto particularmente a la posesión de dinero, pero también a acciones y bienes de capital. Los

---

<sup>23</sup> Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal, (Keynes, 1937, pág. 145).

<sup>24</sup> Ante los obstáculos para obtener refinanciamiento, es probable que las empresas prefieran vender parte de sus activos para pagar sus deudas. Esto genera una presión a la baja en las cotizaciones de los valores, a la cual también contribuyen las ventas de títulos que tienen que hacer los bancos para asegurar su liquidez tras las primeras moratorias de sus clientes. La baja en las cotizaciones de los títulos por las ventas masivas que se ven forzados a hacer los bancos y las empresas no financieras, aumenta los problemas de liquidez, pues es posible que ni vendiendo sus activos los agentes económicos puedan cubrir sus deudas. Con la deflación de los títulos, las suspensiones de pagos son inevitables; esto reduce aún más la inversión, y con ella el ingreso, las utilidades, y el crédito bancario, en un proceso recursivo que conduce a la crisis, (Mántey, 1975, pág. 182).

banqueros son especuladores a corto y largo plazo, especulan con su capacidad de refinanciar sus posiciones sobre activos a medida que se producen retiros de depósitos (Minsky, 1975).

Durante la fase de auge en los ciclos económicos, los banqueros recompran capacidad de préstamo vendiendo su cartera de inversión a las familias, a dueños corporativos de efectivo y a intermediarios financieros no bancarios.

El incremento en la oferta de dinero y la reducción en los balances del efectivo ocioso es el resultado de un mayor financiamiento externo, ya que en este análisis, el volumen de dinero efectivo se determina de manera endógena, a través del sistema bancario. En etapas posteriores al auge, las condiciones de financiamiento se incrementan considerablemente.<sup>25</sup>

La cuestión se dificulta cuando las instituciones financieras no bancarias buscan refinanciamiento a través de deuda bancaria, deuda de mercado abierto y bonos de largo plazo.

Minsky (1975) identifica 3 aspectos en la especulación: 1) los dueños de bienes de capital especulan con la inversión financiada por deuda y con las posiciones en la existencia de bienes de capital; 2) los bancos y otras instituciones financieras especulan con la mezcla de activos que poseen y con la mezcla de pasivos que deben; 3) las empresas y las familias especulan con los activos financieros que poseen y con el modo de financiar su posición en esos activos.

La demanda especulativa de dinero disminuye en el auge del ciclo económico y las carteras se componen de una mayor proporción de posiciones financieras a través de deuda. Las instituciones financieras que generan estructuras de deuda complejas adquieren compromisos de pago en efectivo que superan sus ingresos de efectivo al corto plazo por contratos que poseen.

Al mecanismo de vender activos o pasivos financieros para cumplir compromisos se denomina “formación de posición”, dando lugar dicha posición la tenencia, por parte de

---

<sup>25</sup> En la medida en que las transacciones previas fueron financiadas con préstamos a corto plazo, esos incrementos en las cargas de financiamiento pueden repercutir y afectar adversamente el valor de transacciones anteriores al ser refinanciadas, (Minsky, 1975, pág. 134).

agentes financieros, de activos que, pese a obtener un ingreso, no tienen acceso a mercados en los que se puedan convertir a líquido con facilidad (Minsky, 1975).

Conforme se desarrolla el auge, los agentes económicos optan por incurrir en actividades de formación de posición cada vez más aventuradas. Debido a esto, la demanda especulativa de dinero crece, generando un mayor peligro emanado de la estructura de deuda, las empresas, las familias y las entidades financieras tratan de vender o reducir sus activos para pagar obligaciones, lo que provoca una caída en el precio de los mismo (deflación de la deuda). Una caída abrupta en el precio de los títulos es una de las características de un entorno de crisis.

El riesgo del deudor, entonces, será demasiado. Todos los ingresos generados internamente se destinarán a pagar deuda, por lo que, las empresas emitirán deuda a largo plazo para sustituir deuda por vencer a corto plazo. Un ingreso relativamente bajo, acompañado de desempleo elevado y recesión con estancamiento económico de profundidad y duración inciertas seguirán a un proceso de deflación de la deuda, como lo señaló Fisher en la Gran Depresión de 1929.<sup>26</sup>

*De acuerdo con Minsky (1975), "...A medida que menguan las repercusiones de la deflación de la deuda, a medida que sobreviene la desinversión y a medida que se restauran las posiciones financieras durante la fase de estancamiento, empiezan cierta recuperación y cierta expansión. Esa recuperación comienza tanto con los recuerdos vivos de la pérdida sufrida a causa de las arriesgadas posiciones de pasivo durante la deflación de la deuda como con estructuras de pasivos saneadas de deudas. Sin embargo, el éxito es consecuencia del atrevimiento y con el tiempo se borra el recuerdo del desastre pasado... La prudencia rectora indica que las deudas se deben evitar porque llevan al desastre. A medida que una recuperación se acerca al pleno empleo, la generación de adivinos económicos del momento proclamará que el ciclo económico fue borrado de la faz de la tierra y que ha empezado una nueva era de prosperidad permanente... es el financiamiento el que actúa como rector de la inversión,*

---

<sup>26</sup> Fisher, Irving (1933), "La Teoría de la Deuda-Deflación en las Grandes Depresiones", Artículo traducido por Arturo Guillén publicado en la Revista Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía (México: IIEc-UNAM) Vol. 30, No. 119, 1993.

*desalentándola unas veces y otras más ampliándola. Como resultado, el financiamiento marca el ritmo de la economía*".<sup>27</sup>

A pesar de las acciones normales de los mercados provoquen crisis financieras, Minsky propone ciertas políticas de estabilización las cuales deben orientarse a estabilizar las cotizaciones de las empresas en el mercado financiero, con la finalidad de conseguir un crecimiento sostenido de la inversión y el ingreso. Él propone una política monetaria flexible que impide incrementos excesivos en la tasa de interés, combinado con una política fiscal compensatoria que estabilice las utilidades empresariales. Asimismo, recomienda una oportuna intervención del banco central, como prestamista de última instancia a fin de ayudar a la banca comercial en sus problemas de ingresos, con lo cual se evitarían las ventas forzadas y precipitadas de activos financieros y así, reducir el peligro de una caída generalizada en las cotizaciones bursátiles (Mántey, 1997).

Sin embargo, dichas recomendaciones generan presiones inflacionarias, debido a que al actuar como prestamista el banco central abandona su objetivo de mantener un crecimiento controlado y estable de la base monetaria, lo que genera un crecimiento incontrolado del medio circulante, dando lugar a las alzas en el nivel general de precios, por lo que propone: i) que el gasto público deficitario se canalice hacia proyectos de inversión; ii), que se limite, hasta donde sea posible,<sup>28</sup> el crecimiento de los bancos comerciales a fin de reducir las intervenciones del banco central como prestamista de última instancia (ya que la insolvencia de un banco chico no pone en peligro al resto de la economía); y iii) que se eliminen las barreras que impiden a los bancos comerciales financiar tenencias de valores.

No cabe duda de que Minsky se respaldó en Keynes, pero sobre todo, en un conocimiento profundo de la crisis de 1929 y de las políticas del *New Deal*, puestas en marcha antes que la *Teoría General* de Keynes tuviera alguna influencia.<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> Minsky, Hyman (1975), "*Las razones de Keynes*", Fondo de Cultura Económica, México, págs. 139-141.

<sup>28</sup> Minsky admite que ésta proposición en un tanto utópica, pues existen argumentos de peso a favor de la oligopolización bancaria; el más invocado por los banqueros es que un banco grande puede competir en mejores condiciones frente a instituciones financieras del exterior. Ver Minsky, Hyman y Fazzani S., "*Domestic Monetary Policy: If not Monetarism, What?*", *Journal of Economic Issues*, marzo 1984.

<sup>29</sup> Cf. H. Minsky (2008), pp. 230-232 y pág. 135.

#### **1.2.4 Crisis económica según la teoría del circuito monetario**

La teoría del circuito monetario es imprescindible para poder explicar y entender el desarrollo del sistema bancario. Durante los últimos veinte años, debido principalmente a la investigación llevada a cabo por los estudiosos franceses e italianos, una nueva formulación de la macroeconomía monetaria, la llamada "Teoría del sistema monetario", así denominado "El enfoque de tráfico" ha ido ganando terreno. Los principios teóricos básicos de la teoría pueden ser sintetizados en tres propuestas principales: diferenciación rigurosa entre bancos y empresas, la determinación endógena de la cantidad de dinero y el rechazo de la teoría marginal de la distribución (Graziani, 2003).

La aportación teórica del economista italiano y principal representante de la corriente "circuitista" Augusto Graziani sustentado en la visión post-keynesiana de la teoría monetaria de la producción, se esboza con la ayuda de un enfoque metodológico de corte histórico contextualizado. Para entender y explicar el funcionamiento de la economía monetaria, la aportación de Graziani propone la introducción de la categoría de la "incertidumbre sistémica", es decir, el desconocimiento futuro en el sistema económico completo y cuyo punto de partida es propio a la naturaleza monetaria y no de apoyo del sistema económico. En este sentido, la incertidumbre se crea porque en el sistema económico operan tres distintos macro-agentes: 1) los empresarios, poseedores de los factores de la producción con rápido acceso crediticio y que definen sus propios planes de producción y por ende, el nivel de las inversiones, persiguiendo la lógica del máximo beneficio, 2) los bancos emiten una nueva moneda para dar financiamiento a las actividades productivas de las empresas y 3) el sector trabajador se enfoca en decidir los canales más convenientes de destino de sus ingresos derivados de su trabajo entre consumo presente y consumo futuro, determinando así el nivel de ahorro. En este sentido, la incertidumbre juega un papel esencial dentro de la naturaleza monetaria del propio sistema, ya que, si no existieran los agentes económicos (empresas y familias) estarían necesitados de solicitar créditos únicamente cuando verdaderamente lo necesitaran, liquidándolo en tiempo y forma, convirtiéndolo así en una variable poco observable; lo que representaría una paradoja en una economía de corte monetario (Graziani, 2003).

El uso del dinero líquido es, sin duda, una de las consecuencias más rápidas que se generan cuando se desenvuelve en un sistema económico fuertemente marcado por la incertidumbre, es decir, al no poder calcular la probabilidad con la que se producen determinados eventos, la moneda se suele transformar en un escudo contra la

incertidumbre, asumiendo así una función de depósito de valor dentro de la economía. Al respecto, Graziani señala... *“Supongamos que el déficit no puede ser cubierto por préstamos. Estos serán cubiertos sólo vendiendo empresas [...] o alternativamente, por el tener reservas en efectivo cobradas en contra de estas contingencias [...] La pérdida individual de no ganar ningún interés sobre estas reservas puede considerarse como una recompensa contra el riesgo”*<sup>30</sup>

En efecto, Graziani sintetiza en cuatro aspectos fundamentales la Teoría monetaria de la producción: el nivel de producción está determinado por las decisiones conjuntas de los bancos y de las empresas [...] y el nivel de actividad está determinado por las decisiones de apertura del circuito, y no por las condiciones de su cierre (Graziani, 1988).

La cantidad de dinero en el sistema económico estará siempre determinada por los acuerdos entre bancos y empresas con respecto al nivel de producción, resultando, al respecto, estrechamente endógena; con relación al fruto de la actividad productiva de las empresas, lo que les interesa realmente no es el producto en términos físicos, sino en términos monetarios, debido a que en su función objetivo existe un beneficio monetario y no la cantidad física de las mercancías producidas; las decisiones de producción de las empresas no dependen de las tasas de interés vigentes en el mercado financiero, sino por las tasas de interés que los bancos cobran por sus préstamos (Hernández y Tortorella, 2014).

En este sentido, hay una marcada diferencia entre el accionar de los bancos y las empresas, que consiste en el hecho de que mientras los primeros emiten dinero sin usarlo, los empresarios necesitan utilizar el dinero para financiar su producción, pero no pueden crearlo, ya que de lo contrario, entrarían en una mera economía de trueque.

Lo anterior explica por qué, en una economía monetaria, las empresas para poder producir nuevos bienes necesariamente recurren al préstamo bancario, que de acuerdo al nivel de producción previamente establecido, crean nuevo dinero para otorgar préstamos empresariales. (Hernández y Tortorella, 2014).

En materia de equilibrio, se puede afirmar que existirá tal, siempre y cuando las empresas, logren generar unos ingresos monetarios por lo menos iguales a los desembolsos realizados previamente, que les permitan encarar sus deudas y cerrar sus

---

<sup>30</sup> Graziani, A. (2003), *“The Monetary Theory of Production”*, Cambridge University Press, pág. 10.

operaciones en activo. Lo que determina si el sistema se encuentra en equilibrio o no recaerá en la propensión a gastar que los operadores tengan, esto es, si los asalariados gastan sus salarios monetarios en su totalidad y así lo hacen también los bancos con sus beneficios netos, las empresas se encontrarán en equilibrio (Graziani, 1998).

Si se ignora el concepto de equilibrio enunciado anteriormente y se supone “*que, en el esquema de la economía monetaria, la posición de equilibrio no implica [necesariamente] la extinción de todas las deudas; pero admite como normal la presencia [también] de una cierta cantidad de endeudamiento de las empresas con los bancos*”<sup>31</sup> (Traducción propia), el problema del cierre del circuito en equilibrio depende, aquí, del comportamiento de los banqueros que pueden optar por seguir financiando la producción empresarial o, por el contrario, obligarlas a disminuir su actividad productiva, limitando sus fuentes de financiamiento. De tal forma que la crisis económica de 2008 puede explicarse como el resultado de un largo proceso de recesión, que se ha iniciado en el sector real de la economía posterior a la instauración de las ya conocidas políticas de desregulación del mercado laboral, y que se ha propagado internacionalmente. En la Eurozona, la disminución del índice de protección del mercado laboral, con el tiempo ha generado mecanismos recesivos a pesar de las estrictas políticas monetarias dispuestas por el Banco Central Europeo. La banca comercial, en efecto, interesada por el creciente endeudamiento del sistema económico en general, y por el consecuente riesgo de caída de la liquidez, ha cargado con un cierto “*mark-up*”; la tasa de interés establecida por el BCE para los préstamos, ha orillado a mantener niveles más altos de la misma de aquellos niveles compatibles con el ingreso neto de los trabajadores. Esto ha conllevado a los operadores económicos a endeudarse menos de lo que era necesario para conservar en equilibrio el sistema económico, produciendo efectos recesivos en el sector real de la economía, y a una caída en la demanda agregada, poniendo a la zona euro en la condición de no tener suficientes recursos para enfrentar el “*tsunami*” de la crisis financiera internacional de 2008 (Hernández y Tortorella, 2014).

#### **1.2.6.1 Relación del ciclo inmobiliario con la crisis**

Los ciclos económicos hasta ahora explicados, tienen una relación directa con los ciclos inmobiliarios y la formación de burbujas inmobiliarias en las fases expansivas como se ha puesto de manifiesto en la última década en Estados Unidos y España. Al parecer el valor

---

<sup>31</sup> Graziani, A. (1988), “*La teoria del circuito e la Teoria generale di Keynes*”, en Mesori M. (eds.) *Moneta e Produzione*, Torino, Giulio Einaudi Editore, págs. 126-127

de los inmuebles comienza a degradarse cuando el Producto Interno Bruto no crece a niveles alrededor del 2%<sup>32</sup>. Los ciclos inmobiliarios suelen durar de 7 a 10 años, siendo la fase recesiva siempre más larga que la expansiva<sup>33</sup>. Los incrementos y decrementos de valor vía disminución o aumento de rendimientos se neutralizan durante los ciclos, siendo el valor que permanece el asociado al incremento de rentas. Dado el origen “financiero” del último ciclo expansivo en el sector inmobiliario español, el ciclo sería deseable que estuviera en el rango de los 10-12 años con una fase recesiva de 6-7 años<sup>34</sup>. En otras palabras, si se pudiese comenzar a crecer por arriba del 2% anual en términos reales, como condición necesaria, y considerando que el pico del ciclo se generó en 2007, se debería volver a retomar el crecimiento y la superación de la crisis en 2013 o 2014, lo que, evidentemente no ha sucedido.<sup>35</sup>

### 1.3 El papel de las crisis financieras

Indudablemente, el papel de las fluctuaciones en los mercados financieros merece un análisis propio, ya que tienen una acción fundamental en las fases de expansión (burbuja especulativa), como lo vemos en las crisis de 1929 y la de 2008, y la consecuente fase de contracción económica. Evidentemente, el fenómeno de las crisis financieras pueden prever una crisis de la economía “real”, acompañarla o bien, ser la consecuencia de ella, más no constituye una manifestación “aislada”. El análisis se centra en el comportamiento de los mercados financieros debido a la separación que se da entre el sector financiero y el sector real de la economía, así como el consecuente crecimiento del primer sector (Rapoport y Brenta, 2011).

El economista alemán Karl Marx señaló al respecto “...*las crisis son siempre soluciones violentas puramente momentáneas de las contradicciones existentes [...]*”. Una de las cuales “[...] *consiste en que, de una parte, el régimen capitalista de producción tiende al desarrollo absoluto de las fuerzas productivas con prescindencia del valor y del plusvalor encerrado en él [...]; mientras que, por otra parte, tiene como finalidad la conservación del valor del capital existente y su valorización hasta el máximo [...]. Los métodos por medio de los cuales logra esto, incluyen la disminución de la cuota de ganancia [...]*”<sup>36</sup>. Lo

---

<sup>32</sup> <http://www.addmeet.com/blog/los-ciclos-inmobiliarios/>

<sup>33</sup> *Ibidem*

<sup>34</sup> *Ibidem*

<sup>35</sup> *Ibidem*

<sup>36</sup> Marx, Karl (1897), “*El Capital, Crítica de la Economía Política*”, Tomo III, Fondo de Cultura Económica, México, 1968, p. 247.

anterior nos lleva al centro de la explicación marxista de la crisis, la caída de la tasa de ganancia, entre cuyos factores predomina la valorización excesiva del capital.

John Maynard Keynes, por su parte, señala que los valores financieros constituyen un intento de los productores por minimizar los riesgos asociados con la inversión en el proceso productivo, los cuales son más fácilmente transferibles. De tal suerte, que el capitalismo genera dos estructuras de precios distintas, por un lado, los precios de la producción física, y por otro, los precios de los activos financieros, que actúan independientemente. Si los activos de largo plazo de las empresas se convierten en títulos de corto plazo para los inversionistas, la economía se volverá cada vez más víctima de ataques especulativos sobre aquellos valores generando una alta volatilidad e inestabilidad.<sup>37</sup>

#### **1.4 El papel del banco central y las burbujas especulativas**

Las burbujas en los precios de los activos consisten en incrementos de los mismos, seguidos de abruptas caídas. Se considera que existe una burbuja cuando los valores “divergen drásticamente de su valor fundamental”, es decir, cuando los valores de un activo no reflejan su valor real, no obstante, es difícil de precisar el valor de éste último. El economista norteamericano Alan Greenspan definió una “burbuja” como una elevación de los precios de los activos, seguida de una caída de los mismos de un 40% o más. Dicho concepto únicamente permite detectar la burbuja una vez que ha estallado (Girón, 2009).

Evidentemente, si los precios cambian más allá de lo normalmente histórico sin una razón aparente y válida, se puede afirmar que existe una burbuja financiera, aunque existirá incertidumbre en cuanto a su tamaño.

Existen diferentes tipos de burbujas: las accionarias, hipotecarias, cambiarias) y todas afectan directamente el consumo de los particulares, las inversiones empresariales, el manejo de la política fiscal y la solvencia de los intermediarios financieros.

El economista Chesnais (2008), afirma que es adecuado hablar de “burbuja inmobiliaria” ya que casas y departamentos, además de ser un valor de uso del propietario, también son “un activo financiero” que se compra pensando en revenderlo o utilizarlo como garantía para la obtención de otros préstamos. Asimismo agrega que los efectos de una

---

<sup>37</sup> Ver John Bellamy Foster y Fred Magdoff (2009), “*The Great Financial Crisis*”, Monthly Review Press, Nueva York, 2009, p. 16.

“burbuja inmobiliaria” son más amplios y menos fáciles de contrarrestar que una quiebra bursátil.

Al respecto, algunos teóricos argumentan que las “burbujas” en el sector inmobiliario y en el mercado de capitales son la causa de crisis financieras que experimentan entradas importantes de capitales extranjeros, como es el caso que se suscitó en Estados Unidos. Según el economista Charles P. Kindleberger (1992), la estructura básica de una burbuja especulativa se puede dividir en 5 etapas: 1) Sustitución (*displacement*), incremento del valor de un activo, 2) Despegue (*take off*), compras especulativas, es decir, son las compras que se hacen en el presente para vender a futuro por un precio mayor y obtener una ganancia de capital, 3) Exuberancia (*exuberance*), 4) Etapa crítica (*critical stage*), comienzan a escasear los compradores, algunos comienzan a vender, 5) Estallido (*crash*).

El progreso del sector financiero permite que los particulares aumenten su nivel de apalancamiento con lo cual incrementan las posibilidades de que se presente una crisis financiera. El estallido de la burbuja deja una estela de incumplimiento de pagos generalizada en el sector financiero. Cecchetti (2205) concluye que como las tasas de interés no son el instrumento apropiado para hacer frente a los riesgos propiciados por las burbujas hipotecarias, hay que buscar y encontrar soluciones orientadas en el crédito que promueve la burbuja en la adquisición “fácil” de viviendas, lo que conlleva a ajustar los requisitos para poder ser sujeto de crédito; justamente lo que no se llevo a cabo en el reciente auge crediticio de la vivienda en los Estados Unidos y que determinó el surgimiento del problema con las hipotecas *subprime*.

### **1.5 La crítica a la hipótesis de los mercados eficientes**

Una manera de definir la condición de los mercados eficientes sería: en un mercado eficiente, todas las oportunidades de ganancias no explotadas quedarán eliminadas, o dicho en otras palabras, todas las oportunidades de ganancias explotadas serán llevadas a cabo. Una cuestión de suma importancia al respecto es que no todas las personas en un determinado mercado financiero deben estar bien informadas acerca de un valor o tener expectativas racionales para que su precio sea impulsado hasta el punto en el cual se mantenga la condición de los mercados eficientes (Mishkin, 1987).

Adicionalmente, otros teóricos han llevado la hipótesis de los mercados eficientes a versiones más fuertes. En su análisis, no solamente definen los mercados eficientes como aquellos en los cuales las expectativas son racionales, esto es, iguales a los pronósticos óptimos utilizando plenamente toda la información disponible, sino que además contribuyen a la condición de que un mercado eficiente es aquel en el cual los precios reflejan el verdadero precio fundamental, el cual es intrínseco, de los valores. De tal suerte, en un mercado eficiente reina el equilibrio, ya que todos los precios son siempre correctos y reflejan los fundamentos del mercado: aquellos aspectos que ejercen un efecto directo sobre las corrientes futuras de ingresos de los valores. Esta visión de los mercados eficientes conlleva varias implicaciones importantes en el campo económico de las finanzas. En primer lugar, que en un mercado eficiente de capitales, una inversión será tan buena como cualquier otra ya que los precios de los valores siempre serán los correctos. En segundo lugar, que el precio de un valor proyecta toda la información disponible sobre el precio intrínseco de ese valor. Finalmente, implica que los administradores tanto de instituciones financieras como no financieras pueden usar los precios de los valores para medir su costo de capital, esto es, el costo de financiar sus inversiones, de una manera exacta; por lo tanto, pueden utilizar los precios de los valores para ayudarse a tomar las decisiones correctas acerca de si vale la pena realizar una inversión determinada (Mishkin, 1987).

Eugene Fama (1965), uno de los más representativos teóricos del mercado eficiente lo define como: *“como un mercado donde hay un gran número de racionales, maximizadores de beneficios que compiten activamente, cada uno tratando de predecir los valores de mercado de futuros individuales valores, y donde es casi libre disposición de todos los participantes importantes la información actual.”*<sup>38</sup>

El economista francés, André Orleán (2009), señala en su análisis sobre la conducta de los mercados financieros argumentando que la competencia en ellos no genera su propia autorregulación. Orleán señala *“Mientras que en los mercados de bienes un aumento o disminución de los precios conlleva a una baja o un alza de la demanda que tiende a estabilizar la evolución de los precios, tal cosa no ocurre en los mercados financieros. En éstos, una subida o una caída de los precios, puede provocar un alza o una disminución de la demanda, generando una dinámica acumulativa de los precios al alza o a la baja y*

---

<sup>38</sup> Fama, Eugene (1965-1974), “Random walks in stock-market prices”, Financial analysis journal, Jan-feb, 1995, pág. 76.

*fuertes turbulencias en las relaciones financieras.*<sup>39</sup> Se originan así crisis permanentes. Esos mercados son estructuralmente inestables “*por su ineptitud para mantener los precios financieros dentro de los límites aceptables.*”<sup>40</sup>

Lo expuesto por Orleán se relaciona con la llamada “hipótesis de los mercados eficientes”, donde sostiene que los precios de mercado llegan a ser, sobre el supuesto de la información disponible, las mejores estimaciones de sus valores reales. Paul Krugman afirmó que dicho supuesto fue fundamental en el estallido de la crisis iniciada en 2007.<sup>41</sup> Según Harry Markowitz, “*para calcular el riesgo de un crédito financiero bastaba con observar la amplitud de su rendimiento en función de la cotización del título y los ingresos que aportaba. Diversificar las inversiones permitiría reducir el riesgo y determinar un portafolio de títulos adecuado, es decir, que pueda ofrecer el rendimiento más elevado posible para un nivel de riesgo dado. Los mercados financieros dan así a cada ahorrador la posibilidad de elegir ‘científicamente’ sus inversiones. Hay que optar entre un determinado rendimiento y la ausencia de riesgo, pero el mercado es siempre eficiente.*”<sup>42</sup>

Posteriormente, otros economistas empezaron a analizar los mercados financieros basándose en el supuesto que los inversionistas se comportaban como lo había predicho Markowitz, lo que resultó en ser una verdadera tautología.

## **1.6 Conclusiones al capítulo**

Indudablemente, la teoría del dinero, del crédito bancario, de los mercados financieros y del ciclo económico representa el reto teórico de mayor importancia para la Ciencia Económica en el umbral del siglo XXI. Inclusive, no es ninguna osadía afirmar que quizá el campo de menor conocimiento y a la vez más crucial haya sido hasta ahora el monetario. Las relaciones sociales en las que se involucra el dinero son, con mucha diferencia, las más complejas y arduas de comprender, por lo que el conocimiento social producido por medio de las mismas es el más extenso, complejo e incompresible. Lo anterior ha permitido que la coacción sistemática hecha por los gobiernos y bancos

---

<sup>39</sup> Entrevista a André Orleán en *L'Economie Politique*, No. 43, julio-agosto de 2009, pág 37.

<sup>40</sup> *Ibidem*

<sup>41</sup> Ver el análisis de Paul Krugman en Clarín, IECO, 22/888/09. Para una crítica exhaustiva y, al mismo tiempo, irónica de los “*mercados eficientes*”, ver José Gabriel Palma, “*The Revenge of the Market on the Rentiers*”, Cambridge Journal of Economics, 33, julio de 2009 (reproducido en [www.econ.cam.ac.uk](http://www.econ.cam.ac.uk)).

<sup>42</sup> Las tesis principales de Markowitz se hallan en su libro “*Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments*”, Wiley and Sons, Nueva York, 1959.

centrales en este campo sea por mucho las más dañina y destructiva. Y en todo caso, la demora intelectual de la teoría monetaria y bancaria no ha dejado de tener terribles efectos sobre el desarrollo de la economía internacional, como lo demuestra el hecho de que, en pleno siglo XXI, las economías de mercado sigan viéndose perjudicadas por graves ciclos recurrentes de auge y recesión.

Sin duda la crisis de la deuda en los países periféricos de la zona euro ha sido quizás la más grave a lo largo de la historia pues, pese a que se han implementado algunas de las ideas propuestas y expuestas por Hyman Minsky en su teoría del ciclo económico como los déficits gubernamentales y el incremento de la liquidez, los recursos solo han sido destinados para el pago de deudas y rescates financieros, lo que hará más ardua la superación de la crisis. Sin embargo, si el gobierno no hubiese intervenido, tal como sucedió en 1995 en la crisis financiera mexicana, tal vez habría ocurrido lo que Irving Fisher pronosticaba en su obra: *“La Teoría de la Deuda-Deflación en las Grandes Depresiones”*, es decir, se habría producido una serie de quiebras sistémicas en el sector bancario que hubieran puesto en jaque al sistema de pagos no sólo europeo sino mundial, transmitiéndose a través de la interconexión de los circuitos financieros internacionales, a pesar de endeudar por varias décadas a la nación que decide efectuar dicho rescate.

La adopción de un efectivo sistema de “banca libre” ha de venir invariablemente acompañado por la restitución del coeficiente de reserva del 100% de las cantidades adquiridas en forma de depósitos a la vista (dinero emitido de forma privada), ya que el incumplimiento de esta norma, es la causa principal del nacimiento de problemas financieros y bancarios que han dado lugar al sistema financiero actual, reciamente intervenido y controlado por los Estados.

Lo anterior se refiere, particularmente, a la aplicación de la idea de Hayek, al sector bancario y monetario, de acuerdo con lo cual, toda vez que se rompe una regla tradicional de conducta, bien sea por medio de la acción gubernamental, o a través de la concesión por conducto de éste de privilegios especiales a determinadas personas o instituciones, siempre, tarde o temprano, habrán de generarse consecuencias muy perjudiciales en perjuicio del desarrollo natural de cooperación social.

Las nocivas consecuencias sociales de este “*privilegio*” otorgado a los banqueros no fueron, de hecho, totalmente comprendidas hasta el desarrollo, por parte de Mises y Hayek, en la llamada teoría austriaca del ciclo económico y que, sustentada en la teoría

monetaria y del capital, se ha esbozado en el presente capítulo. En síntesis, lo que los teóricos de la Escuela Austriaca han señalado es que esforzarse por alcanzar el objetivo teóricamente imposible, desde el punto de vista jurídico-contractual y técnico-económico, de proveer un contrato constituido de factores esencialmente incompatibles entre sí, que trata paralelamente de mezclar factores propios de los fondos de inversión, principalmente aquellos en los se desea obtener un interés de los depósitos hechos, con los del contrato tradicional de depósito, antes o después, pero siempre de una forma inexorable, ha de generar unos insoslayables reajustes espontáneos, en forma, en una primera instancia, de expansiones incontroladas de la oferta monetaria, el nivel de precios, ineficiente asignación generalizada de los recursos productivos microeconómicos y, finalmente, recesión, liquidación de los errores producidos por la expansión del crédito en el sector productivo, y desempleo crónico y masivo.

Por otro lado, cabe concluir, que la teoría proporcionada por Hayek (1976), así como su insistencia en un modelo de banca libre con reserva fraccionaria,<sup>43</sup> así como las ventajas del autocontrol que implica un sistema de compensación interbancario en las expansiones crediticias, y en este respecto su sistema, tal y como fue planteado inicialmente por Ludwig von Mises, permitiría mejores resultados que el actual sistema de “banca central”. No obstante, la banca libre con reserva fraccionaria no deja de ser una segunda mejor opción, que no podría detener una acción conjunta entre los distintos bancos consecuencia de una ola de excesivo optimismo en el otorgamiento de créditos. Y en todo caso, estos autores no vislumbran que mientras exista el privilegio de reserva fraccionaria no será posible, al menos en la práctica, erradicar el sistema de banco central.

---

<sup>43</sup> Casi todo el mundo acepta que es necesario que el gobierno tenga el monopolio de la emisión de dinero. En estos capítulos, Hayek muestra su discrepancia de tan aceptada opinión y propone una sugestiva alternativa a los monopolios de los bancos centrales estatales: un sistema de dineros de emisión privada en competencia que, en realidad consisten en pasivos emitidos por banqueros particulares respaldados por “cestas de mercancías” que garantizan un valor mínimo para dicho dinero.

Abolir este monopolio estatal abre nuevos horizontes al comercio y nos cura para siempre de la terrible enfermedad de recurrentes depresiones y desempleo, de lo que suelen acusar al capitalismo, pero que son en realidad causados por ineptitud y equivocaciones del banco central. El monopolio estatal sobre el dinero le permite al gobierno no tener que limitar sus gastos a sus ingresos. El crecimiento espectacular del control estatal sobre la economía sería mucho más difícil sin tener el control absoluto de la emisión de dinero. Y que hayamos dado esa responsabilidad a los políticos es insólito por tratarse de un grupo de gente abierto a las tentaciones y a la falta de integridad.

Hayek insiste que la moneda no tiene que ser creada por una autoridad única, sino que lo mismo que los idiomas, las leyes y la moral emergen y evolucionan espontáneamente. Hayek instaba a los empresarios a lanzar un movimiento en respaldo de la moneda libre, como lo hicieron en el siglo XIX con el libre comercio. Ver Hayek, F. (1976), “*La desnacionalización del dinero*”.

En la medida en los que los principales teóricos del dinero, el crédito bancario y los ciclos económicos no sean completamente entendidos por los especialistas en el ámbito y, en particular, por los ciudadanos, es posible que el sistema económico seguirá padeciendo de manera recurrente de dañinas recesiones, que habrán de reproducirse una y otra vez, en tanto los bancos centrales conserven el poder de emitir papel moneda de curso legal y el privilegio otorgado por los gobiernos a los banqueros para operar con una reserva fraccionaria no sea eliminado.

Finalmente, el enfoque circuitista de la crisis económica trata de proponer una explicación distinta de la predominante, la cual se basa exclusivamente en los efectos producidos por la desregulación de los mercados financieros. Introduciendo aquí, un punto de vista de tipo post-keynesiano, en relación con la interpretación continuista del pensamiento de Keynes. Se ha explicado que la crisis actual de la Eurozona se puede interpretar como el punto más alto de un ciclo económico a largo plazo, caracterizado por una creciente tendencia recesiva en el sector real del sistema económico y apoyada por la caída en la demanda agregada y políticas de flexibilización del mercado laboral y su consecuente aumento en el desempleo y la reducción en el poder de compra de los trabajadores, que ha situado a los países de la zona euro en la condición de no estar preparados para enfrentar los efectos negativos de la crisis financiera que explotó en el 2008: la quiebra de las empresas más vulnerables y menos eficientes y la caída en la producción de las empresas más sólidas y eficientes que han hecho frente a la crisis de una manera menos desastrosa. (Hernández y Tortorella, 2014).

## Capítulo 2: Caracterización de la Crisis Financiera en la Zona Euro

*“La unión política puede allanar el camino a la unión monetaria. La unión monetaria impuesta en condiciones desfavorables puede constituir un impedimento para conseguir la unión política” – Milton Friedman, Premio Nobel, 1997*

### 2.1 Antecedentes históricos: Crisis bancaria e hipotecaria en Estados Unidos

En Diciembre de 1998, surge la Unión Monetaria Europea como necesidad del sector financiero de dicha zona, para eliminar el riesgo devaluatorio que predominaba en la mayoría de aquellos países y afectaba la valorización de su capital. Con el ingreso del euro y la libre movilidad de mercancías, se manifestaron rápidamente las diferencias de productividad y competitividad entre países, lo que repercutió en el déficit de cuenta corriente y el consecuente sobreendeudamiento en la mayoría de los países. Los países de la zona euro no han tenido la capacidad de instrumentar políticas contra-cíclicas frente a la crisis bancaria, lo que ha generado crecientes déficits fiscales e incrementos en la relación de endeudamiento soberano. Las políticas de ajuste que se han implementado han sido ineficaces para salir de la crisis. En este sentido, los rescates bancarios y de los gobiernos, particularmente de Alemania como principal acreedor, del FMI, del Banco Central Europeo, y de la Unión Monetaria Europea, se han condicionado a la instrumentación de políticas de austeridad fiscal, reformas estructurales que sólo han profundizado la recesión económica, aumentado la tasa de desempleo, y la mala desigualdad del ingreso y, los problemas de insolvencia e inestabilidad bancaria y financiera siguen estando presentes (Huerta, 2014).

En un corto período de tiempo, el «milagro español» de 1999-2007 se ha visto desplazado por una profunda crisis económica que ha reducido el empleo a una velocidad tal que a finales del año 2013 la tasa de paro había alcanzado el 27 por ciento de la población activa. Es útil recordar que la experiencia española es un caso paradigmático de fracaso de las políticas de austeridad fiscal y de devaluación salarial extremas, en tanto que es el país europeo donde el nivel de desempleo y la tasa de pobreza se han elevado hasta niveles extraordinarios (Huerta, 2014).

Evidentemente, la crisis que viven los países de la zona euro hoy en día tiene su contexto histórico en la crisis que estalló en Estados Unidos en 2008, crisis que ha tenido consecuencias de tal magnitud que se ha comparado con la que se vivió en 1929 y que se le conoce como la Gran Depresión. La reducción en el empleo y de las inversiones, así como la caída en las tasas de ganancia y en los niveles de producción fue consecuencia de una contracción crediticia a escala mundial (Marichal, 2010)

El colapso financiero, que detona dentro del mercado bancario neoyorkino sugiere causas más amplias que la explicación por simples pánicos en los mercados financieros. En este sentido, la introducción de los productos derivados en los años noventa y cuyo objetivo era diversificar y minimizar los riesgos de las inversiones en acciones, hipotecas y otras transacciones trajo consigo valores desconocidos de dichas transacciones de un crecimiento considerable y cuyo peligro no fue considerado por el banco central estadounidense (Marichal, 2010)

Inclusive desde finales del milenio pasado se preveía la aparición de un colapso sistémico en los mercados financieros, sin embargo, de lo que no existía duda era que, debido al proceso de globalización, dicho colapso terminaría por afectar a todas las principales plazas financieras del mundo. *“El problema era que si el centro implotaba, esto afectaría a todos los demás mercados. En cambio, si colapsaba un mercado periférico o de segundo orden era menos probable que estallase una crisis sistémica”*<sup>44</sup>

En efecto, para septiembre de 2008, la quiebra de uno de los bancos de inversión de mayor tradición en Estados Unidos, Lehman Brothers puso de manifiesto la ineficiencia de los mercados financieros y el congelamiento del crédito a corto plazo. Las autoridades financieras estadounidenses corrían el riesgo de una parálisis de las operaciones de muchas empresas comerciales en caso de no poder “apagar el fuego” en el sector financiero de su economía. De manera particular, se le atribuyen las causas del colapso al pésimo manejo en la administración de los riesgos tanto a la Reserva Federal de Estados Unidos como al Banco de Inglaterra, cuya misión es procurar la estabilidad del sistema financiero internacional. De igual forma, resulta evidente la ineficiencia del Fondo Monetario Internacional, quien durante muchos años solo se ha preocupado por los países en vías en desarrollo, dejando de lado a los países del centro. No cabe duda, que las graves consecuencias que trajo consigo el colapso financiero en materia de

---

<sup>44</sup> Marichal, Carlos, (2010), *“Nuevas historias de las grandes crisis financieras. Una perspectiva mundial, 1873-2008”*, México-Madrid, Debate, pág. 275.

desempleo y quiebras empresariales y bancarias sugiere que la capacidad de diagnóstico de los Organismos Internacionales fue precaria (Marichal, 2010).

De acuerdo con Marichal (2010), la crisis financiera en Estados Unidos tuvo sus orígenes en la serie de burbujas especulativas que se gestaron en su ámbito financiero y que terminaron por estallar en el año 2008 debido principalmente a factores como una política monetaria restrictiva contrastante con una política fiscal expansiva desde el año 2001, modificaciones a las leyes de desregulación e innovación financiera, así como, principalmente, la peligrosa dinámica del sector hipotecario que dio lugar a una extensa proliferación de instrumentos financieros de alto riesgo denominados como hipotecas *subprime*.

Debido a lo anterior y gracias al aumento de liquidez en el mercado financiero estadounidense derivado de la captación de recursos de flujos de capital del exterior, la demanda de vivienda a través de créditos “fáciles” impulsaron el sector de la construcción de viviendas a la par que se generaban instrumentos financieros en el mercado hipotecario que conllevaron a la generación de peligrosas burbujas especulativas en el mercado inmobiliario. Uno de los principales factores que propiciaron la especulación hipotecaria fue el cúmulo de reformas legales que facilitó la práctica de los más imprudentes actores en los mercados financieros. *“Estas políticas se originaron en los años 90 durante la administración de Clinton, cuando el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal alentaron de forma conjunta la liberalización financiera. Su cúspide llegó en 1999, momento en que el secretario del Tesoro, Robert Rubin, y su subsecretario, Lawrence Summers, impulsaron una legislación que tenía como objetivo suspender la vieja ley Glass-Steagall, que separaba las actividades entre bancos comerciales y bancos de inversión”*<sup>45</sup>

Además, en la década que va de 1996 a 2006, el rápido crecimiento de los mercados financieros estuvo fuertemente ligado en particular a la desmesurada expansión de la industria de la construcción y el negocio inmobiliario; desde 2001, el abaratamiento crediticio dio lugar a un auge en adquisición de viviendas sin precedentes en la historia norteamericana.

La principal amenaza consistió en que, paralelamente se formaron dos burbujas especulativas: una bursátil y la otra hipotecaria. Para el año 2007, ya el valor de las

---

<sup>45</sup> *Ibíd*em, pág. 284.

viviendas superaba la inversión en acciones y bonos como la principal fuente de riqueza de las familias estadounidenses.<sup>46</sup> Por otra parte, la tasa hipotecaria para créditos a todos los plazos acusó un descenso sostenido a partir de diciembre de 1994, para ubicarse a mediados de 2004 en sus niveles más bajos de toda la historia: 3.25% a un año, 4.75% a 15 años y 5.25% a 30 años, lo que resultaba muy atractivo si se comparaba con la tasa fondos federales real. Esto, aunado a las facilidades de financiamiento otorgadas por los bancos, contribuyó al crecimiento de los créditos *subprime*, cuya participación en los nuevos créditos hipotecarios concedidos por la banca pasó de 6% en 2000 a 21% en 2006 (US Census Bureau, 2008), alcanzando un rango de entre 6.75% y 7.75% en junio de 2006, para mantenerse así hasta junio de 2007.<sup>47</sup>

Lo anterior incentivó el dinamismo del mercado hipotecario, ya que la expansión del crédito incrementó la demanda de viviendas e impulsó los precios hacia arriba; se pensaba que era un excelente negocio puesto que las hipotecas eran baratas con bajo riesgo y con la posibilidad de revender la propiedad a un precio más alto y el precio de los inmuebles subía sin cesar. Las agencias otorgaron un sinfín de créditos a personas con bajos ingresos o con malos historiales crediticios (créditos *subprime*), a pesar de la alta probabilidad de que no pudiesen pagar las deudas hipotecarias contraídas. Inclusive, las principales agencias calificadoras de valores como Standard & Poor's y Moddy's desestimaron los peligros y contribuyeron a la ola de especulación, provocando un auge en la construcción de viviendas, ventas e incremento (temporal) en la riqueza de las familias. El economista Joseph Stiglitz señaló que era inevitable la aparición de peligrosos burbujas: *"Históricamente, toda crisis financiera ha estado asociada con la expansión demasiado rápida de determinado tipo de activos, desde tulipanes hasta hipotecas"*<sup>48</sup>

El sector bancario norteamericano encontró muy atractiva la inversión en el mercado hipotecario, ya que la nueva ingeniería financiera ofrecía nuevos productos que diversificaban y minimizaban el riesgo. La gráfica muestra la evolución de la burbuja inmobiliaria, cuyo cénit fue alcanzado en 2006, no obstante desde inicios de 2007 el valor

---

<sup>46</sup> Brenner, Robert (2006), *"The Economics of Global Turbulence"*, pág. 320.

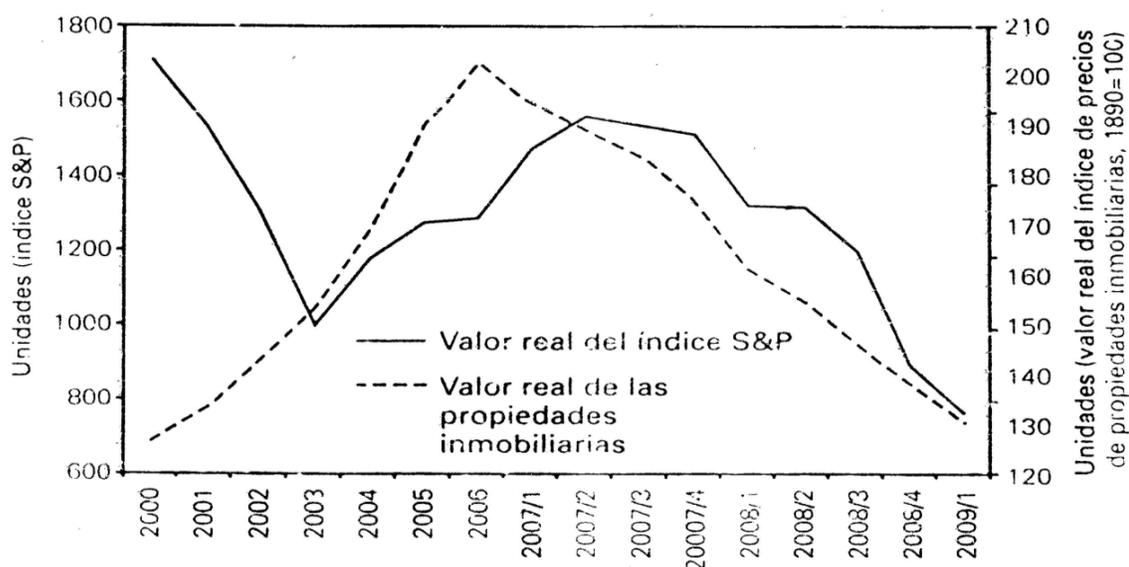
<sup>47</sup> Gutiérrez Rodríguez, Roberto (2013), *"La primera crisis financiera global del siglo XX: Origen, Contención e implicaciones productivas y laborales"*, Núm. 39, UAM, 2013.

<sup>48</sup> Gardels, Nathan, "Entrevista a Joseph Stiglitz", en Letras Libres, "Voces de la crisis financiera", noviembre de 2008.

real de las viviendas comenzó a caer. Los créditos otorgados bajo el esquema de tasas variables, fue una de las causas que contribuyó al incremento del riesgo, ya que éstas tendieron al alza a partir de 2007 y cabe señalar que un buen porcentaje de los créditos se colocó en sectores sociales de bajos ingresos y escaso o nulo historial creditico, por lo que era de esperar que muchos acreditados de aquellos sectores, al incrementarse las tasas de interés, optaran por suspender sus pagos hipotecarios desde 2006, dando lugar a una crisis de pagos en el mercado inmobiliario (Marichal, 2010).

**Gráfica 2.1**

**Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 2000-2009/1**



Fuente: Marichal, Carlos, (2010), *“Nuevas historias de las grandes crisis financieras. Una perspectiva mundial, 1873-2008”*, México-Madrid, Debate

Los necesarios rescates financieros no solamente se dieron en Estados Unidos, también se implementaron en otras naciones, principalmente en los países de la zona euro. *“Ante una crisis del sistema bancario, el BC interviene para proporcionarle liquidez. Así pues, cuando los bancos tienen problemas en sus circuitos financieros, estas instituciones acuden a salvarlos, brindando liquidez necesaria para reactivar al sistema.”*<sup>49</sup> En este sentido, los principales mandatarios de la zona se reunieron en octubre de 2008 en París para acordar las medidas a implementar ante la inminente crisis que ya lo había

<sup>49</sup> Girón, Alicia, (2009), *“El derrumbe del sistema financiero internacional. Análisis coyuntural”*, México, UNAM-IIE, pág. 143.

contagiado y que consistieron, principalmente en recapitalizar a las instituciones que se encontraban en riesgo (financiamiento “tipo ponzi”) a fin de garantizar los préstamos interbancarios en la zona; el gobierno francés (Banque de France) y alemán (Bundesbank) se comprometen a facilitar 320 mil y 400 mil millones de euros respectivamente.

Dentro de las primeras medidas tomadas como reacción al colapso fue la contracción del crédito por parte de la banca europea a las empresas, principalmente a los grandes corporativos. Al respecto, Alicia Girón puntualiza: *“Un informe del BCE reveló que en el primer trimestre de 2008, 49% de los bancos endurecieron sus condiciones a las empresas y 33% a los particulares. En el trimestre anterior, las cifras habían sido de 41 y 21%, respectivamente.”*<sup>50</sup>

El caso particular de España, a través del gobierno de José Luis Rodríguez Zapatero, anunciaba que su país no necesitaba ningún tipo de rescate bancario, debido a que el sistema bancario español no había comprometido sus recursos en instrumentos de alto riesgo. No obstante, tres meses después el gobierno anuncia un posible rescate de 100 mil millones de euros, esto se debe, que en el caso de España, los efectos de la crisis llegaron retardados en la medida en que los mercados de bienes raíces se desplomaban paulatinamente que en el resto de la zona. Para junio de 2009 se enunciaba la creación de un posible fondo de apoyo de 9 mil millones de euros con la contrapartida en deuda por 90 mil millones de euros.

En materia de desempleo la crisis española tomó fuerza al perderse más de un millón de empleos formales en 2008 profundizándose aún más en 2009, inclusive por encima que el resto de países europeos como Francia o Alemania. Al igual que la economía estadounidense, España experimentaba fuertes déficits comerciales, una enorme burbuja inmobiliaria, así como un elevado endeudamiento por parte de sus consumidores.

Una de las causas por la que la fuerza de la burbuja inmobiliaria no se dejó sentir sino hasta principios de 2009 fue porque el Banco de España había adoptado una novedosa estrategia de cobertura de riesgos y “provisiones dinámicas” que le permitirían a su sistema bancario comercial incrementar su capital en caso de requerirlo. A pesar de esto, las cajas de ahorro regionales españolas no tuvieron dichas provisiones encontrándose más vulnerables ante la gran crisis financiera.

---

<sup>50</sup> Ibídem, pág. 147.

A pesar de reiterados esfuerzos e intervenciones gubernamentales en los mercados financieros, es claro que no ha sido posible para los países de la zona euro concretar una política económica integral que prospere en el abatimiento de la crisis y más bien sólo se ha logrado generar planes de acción individuales y paliativos por parte de cada nación.

### **2.1.1 Los acuerdos de Maastricht<sup>51</sup> y la Unión Monetaria Europea (UME)**

Efectivamente, el Acta Única Europea, suscrita en 1986, sirvió de antesala para la reunión de aquellos elementos de soberanía compartida, que derivó en el denominado Tratado de Maastricht donde los criterios fuertemente monetaristas y de convergencia nominal serían tomados bajo criterios macroeconómicos de selección institucional indispensable para lograr la integración económica europea (Girón, 2013).

Desde inicios de la década de los noventa y con el objetivo de unificar la moneda en Europa, se llevaron a cabo los Acuerdos de Maastricht, los cuales imponían niveles a algunas variables macroeconómicas, como un gasto público deficitario hasta 3% del PIB<sup>52</sup>, para reducir la inflación, condición indispensable para la unificación monetaria. Esto hizo que los lineamientos de política económica abandonaran los objetivos relacionados al crecimiento económico en aras de la disciplina fiscal y monetaria que garantizaran la estabilidad macroeconómica y financiera, particularmente el nivel de precios.

Una de las principales características de la UME, fue que, ahora todos los países de la zona euro manejarían su política monetaria bajo los lineamientos de un solo banco central, perdiendo el control de la misma. Asimismo, que establecido que el banco central europeo no compraría deuda directa de los gobiernos, sino a través de mercados secundarios afín de mantener la disciplina fiscal y garantizar la estabilidad de la nueva moneda europea. Por consecuencia, al no poder emitir su propia moneda y perder el control de la misma, se veían obligados a ajustar su presupuesto en relación a su recaudación fiscal, generando políticas restrictivas, incremento tributario y un gasto social austero, con los resultados recesivos y de alta desocupación que viven en la actualidad (Huerta, 2014).

---

<sup>51</sup> Tratado de la Unión Europea (TUE) o Tratado de la Unión, es el sustrato político principal de toda la Unión. Firmado en 1992 en la ciudad holandesa de Maastricht.

<sup>52</sup> Huerta, Arturo, (2014), "*Unión Monetaria y Crisis de la Zona Euro*", UNAM-FE, México, pág. 26.

Por otro lado, al tener que colocar deuda en los mercados de dinero, los gobiernos enfrentarían una tasa de interés fijada por la banca comercial, que es precisamente la tenedora de dicha deuda (Huerta 2014).

La introducción y el establecimiento de la UME generó expectativas positivas de estabilidad y confianza, que eliminaron el riesgo de una devaluación y el riesgo crediticio, que permitió a los países pequeños de la zona, colocar deuda a una tasa de interés razonablemente baja en el mercado financiero internacional. Gracias a esto, la mayoría de los países de la euro zona pudieron contar con grandes flujos financieros a tasas de interés bajas, lo que permitió al sistema bancario a expandir el crédito y propiciar importantes inversiones en los mercados de capitales, principalmente el hipotecario y el de consumo (Huerta, 2014).

Los bancos comerciales otorgaron crédito excesivo, tanto al sector privado como público, debido a la confianza generada por la UME. Se repite la historia: crisis bancaria antecedida por la expansión crediticia basada en garantías de pago endeblés. Al respecto, Arturo Huerta señala: “confiados en que la política económica predominante configuraría el crecimiento del ingreso para asegurar el reembolso de la deuda otorgada. El surgimiento del euro, y su fortaleza creó condiciones de estabilidad y confianza, que llevó a acreedores y deudores a otorgar y demandar créditos respectivamente. De hecho, entre 1999 a 2008 los mercados no diferenciaron a los deudores de la zona euro de manera significativa (Pisani Ferry, 2012). Tanto la banca, como los demandantes de crédito participaron en la euforia generada derivada de la UME, por lo que al expandirse el crédito se alentó el consumo, así como el *boom inmobiliario*, que fueron los gérmenes que desembocarían en la crisis de 2008-2009”<sup>53</sup>

De esta forma, con la entrada en vigor del Tratado de Maastricht se consolidó la integración europea desde el punto de vista económico y monetario al generar la Unión Económica y Monetaria (UEM), capacitar a la Comunidad Europea para la negociación de acuerdos y tratados internacionales en el ámbito comercial, cooperación al desarrollo y en materia cambiaria, así como extender las competencias del Tribunal de Justicia al control de las instituciones exclusivas de la Unión Monetaria. De tal forma, el Tribunal de Justicia tiene el control: a) la legalidad de los reglamentos que aprueba el Banco Central Europeo (BCE), que a su vez puede actuar contra un banco central nacional que no cumpla con las

---

<sup>53</sup> Huerta, Arturo, (2014), “*Unión Monetaria y Crisis de la Zona Euro*”, UNAM-FE, México, pág. 29.

obligaciones que se estipulen en dicho Tratado (art. 237 .d) (Girón, 2013), y b) las modificaciones del Reglamento Financiero.

Así como lo señaló Alicia Girón (2013), el contenido del Tratado de Maastricht y el papel que ha ejercido el Banco Central Europeo constituyen una prueba fehaciente de cómo la teoría económica es aplicada en la práctica. En este sentido, Robert Mundell, principal teórico e inspirador de las medidas económicas ejercidas en la Comunidad Europea, señala que una moneda implica un banco central (Mundell, 1961), de tal modo que, a diferencia de lo que representó la creación la Reserva Federal y el uso del dólar en Estados Unidos tanto a nivel nacional como internacional, las recomendaciones de Mundell, significaron, para el caso europeo, la instauración de las bases para que los mercados financieros ejerzan el predominio del sector bancario (Girón, 2013).

#### **2.1.1.2 El surgimiento del euro y del Banco Central Europeo (BCE)**

Una de las principales características que generó la Integración Monetaria en Europa fue, sin duda, la creación de una moneda única, denominada euro y el consecuente abandono del control de sus monedas nacionales por parte de las naciones involucradas en dicha Integración para adquirir este otro sustituto monetario. Dicha situación también les representó la pérdida del uso de un instrumento competitivo que coadyuvara al ajuste en sus balanzas de pagos de comercio exterior, ya que con el euro cedieron el manejo de la política monetaria a discreción del BCE, el cual, daría prioridad a la estabilidad en aras del fortalecimiento del sector financiero de la zona, ya que con esto garantizaría la valorización de la ganancia a través de su nueva moneda. El BCE tenía la consigna de combatir la inflación y proveer a la zona de una moneda estable en su poder adquisitivo, sin embargo no tenía la competencia de actuar como prestamista de última instancia (Hudson, 2011). Asimismo, tampoco se le permitió adquirir deuda directamente emitida por los distintos gobiernos, esto, con la finalidad de establecer límites a la política fiscal, y evitar alzas en el nivel general de los precios y sobre el déficit de comercio exterior, para mantener fortalecido al euro. Sólo de forma indirecta y a través del sistema bancario, el BCE podía comprar deuda pública gubernamental. Hudson señala que *“en la Unión Monetaria Europea la banca central le presta a la banca comercial, para que ésta le preste al gobierno, y gana con ello, y en cambio no se permite que el BCE le preste al*

*gobierno por considerar que sería inflacionario*<sup>54</sup>. En este sentido, el BCE opera en pro de dar financiamiento y riqueza al sistema bancario, pero no al gobierno, es decir, que se somete a la economía y sus variables en favor de las necesidades de crecimiento y desarrollo del sector financiero, particularmente el bancario cuando lo óptimo es que fuera a la inversa. Así, la posición hegemónica del sector financiero le permite ejercer su poder económico y político para que la política económica actúe en su favor.

De tal forma, el gobierno, al verse en la necesidad de colocar deuda en los mercados de dinero, la tasa de interés de dicha deuda procedente de las economías europeas no es determinada por su banco central, como debería serlo, ni por el BCE, sino es fijada por la misma banca comercial (sector financiero) que es la que adquiere dicha deuda pública (Huerta, 2014).

## **2.2 La expansión del crédito bancario en la zona euro**

Invariablemente, para poder analizar más adelante las características principales de la crisis en la zona euro, es indispensable señalar las causas que precedieron a tal fenómeno. En este sentido, para tal efecto, se desarrollará lo referente a la expansión del crédito bancario iniciado en Estados Unidos y que constituye el punto de origen de la actual crisis en la zona euro.

De acuerdo con Hicks, frecuentemente se distingue la diferencia entre una economía de endeudamiento o de crédito, caracterizada porque el financiamiento de la economía es esencialmente intermediado, con crédito bancario, y una economía de mercados financieros o de fondos prestables, caracterizada porque en ella reina el financiamiento desintermediado, con emisión de títulos en los mercados monetarios y financieros.<sup>55</sup>

Las expectativas positivas de estabilidad y confianza que se generaron con la creación de la UME, eliminaron el riesgo de devaluación y crediticio, que conllevó a las economías pequeñas de la zona, colocar deuda a bajas tasas de interés en los mercados financieros internacionales (Schoder, 2011). Lo anterior, dio lugar a que varios países de la zona contaran con flujos financieros importantes a tasas de interés atractivas, pasando el

---

<sup>54</sup> Hudson, M. (2011), *Trade and Payments Theory in a Financialized Economy*, en Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper núm 699.

<sup>55</sup> Hicks, J.R. (1974), *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell, Oxford, 1974.

referente Euribor<sup>56</sup> de 4.8% en diciembre de 2000 a 1.3% en julio de 2010, siendo éste su nivel más bajo a la fecha<sup>57</sup>, expandiéndose así el otorgamiento de créditos bancarios, así como la realización de importantes inversiones, principalmente en el sector hipotecario y del consumo.

Debido a lo anterior, el sistema bancario en los países de la zona euro otorgó créditos discrecionalmente al sector privado y público, derivado de las expectativas positivas que presentaba la creación de la UME, utilizando deuda de la banca alemana para aumentar la cantidad de dinero que podía destinar a la inversión, misma que también otorgó dichos créditos. *“La historia siempre se repite. Toda crisis bancaria es antecedida de expansión crediticia, sin la preocupación del sistema bancario de evaluar la capacidad de reembolso de los demandantes de crédito. Confiados en que la política económica predominante configurarían el crecimiento del ingreso para asegurar el reembolso de la deuda otorgada. El surgimiento del euro, y su fortaleza creó condiciones de estabilidad y confianza, que llevó a acreedores y deudores a otorgar y demandar créditos respectivamente”.*<sup>58</sup> Inclusive, los deudores de la zona euro no fueron diferenciados por parte de los mercados de 1999 a 2008. No sólo la banca fue participante de este auge crediticio, sino también los demandantes de crédito fueron co-participes, por lo que al expandirse el crédito se incentivó el consumo, así como el *boom* en el sector inmobiliario, que fueron las semillas que provocarían el estallido de la crisis en 2008 (Huerta, 2014).

En la Gráfica 2.2 se observa la rápida expansión del crédito al sector privado que, como se mencionó, fue principalmente destinado al sector del consumo e inmobiliario a partir de 1997. En el caso particular de España éste se multiplicó por nueve de 1997 a 2006. Esto provocó que el consumo en general y la inversión en el sector inmobiliario crecieran de 2000 a 2008 en aquel país, con su consecuente impacto en las cuentas de comercio exterior. No obstante, el caso de Alemania fue el más responsable en el otorgamiento crediticio, por lo que sus cifras de consumo e inversión en dichos rubros son menores.

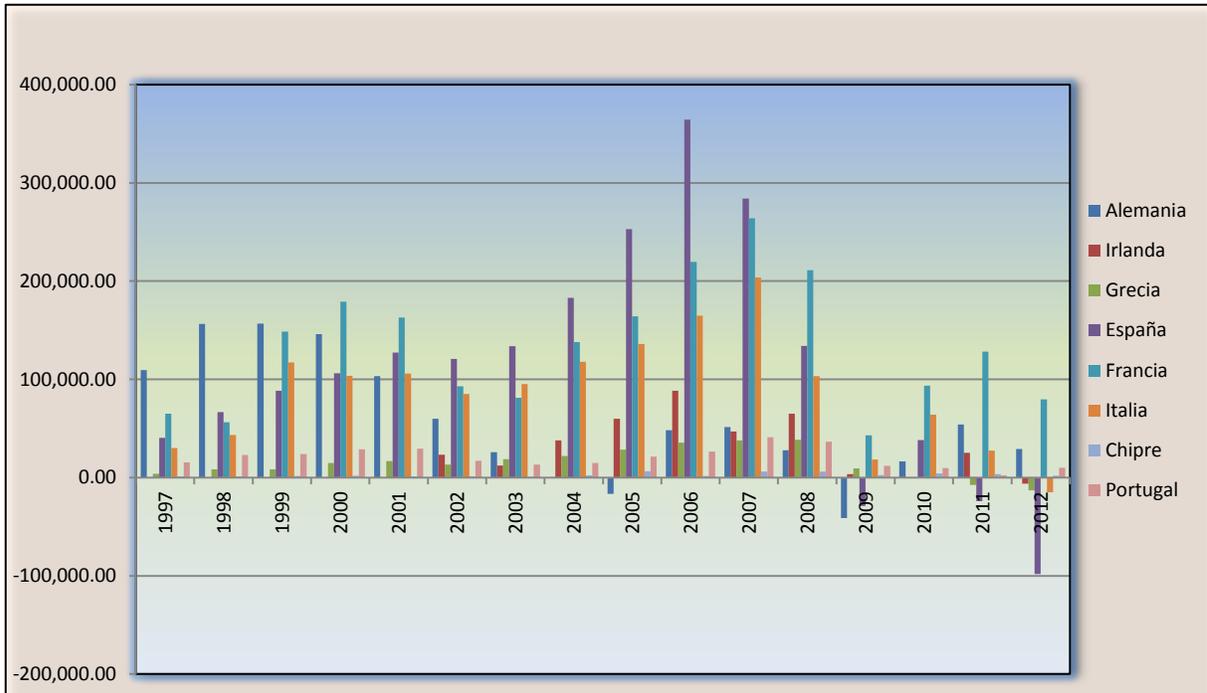
---

<sup>56</sup> Las entidades financieras utilizan los Indices referencia de préstamos hipotecarios (IRPH) para actualizar el tipo de interés de las hipotecas con tipo de interés variable. Euribor es el más utilizado y el más conocido. Sustituyó al Mibor que se aplicó hasta el 1 de enero del año 2000.

<sup>57</sup> Datos obtenidos de [www.datosmacro.com](http://www.datosmacro.com)

<sup>58</sup> Huerta, Arturo (2014), *“Unión Monetaria y Crisis de la Zona Euro”*, Facultad de Economía, UNAM, 2014, pág. 29.

**Gráfica 2.2 Otorgamiento de créditos al sector privado, 1997-2014 (Países seleccionados)**  
**(cifras expresadas en millones de euros)**



Notas: n/d Datos no disponibles

Fuente: Huerta, Arturo, "Unión Monetaria y Crisis de la Zona Euro", Facultad de Economía, UNAM, 2014.

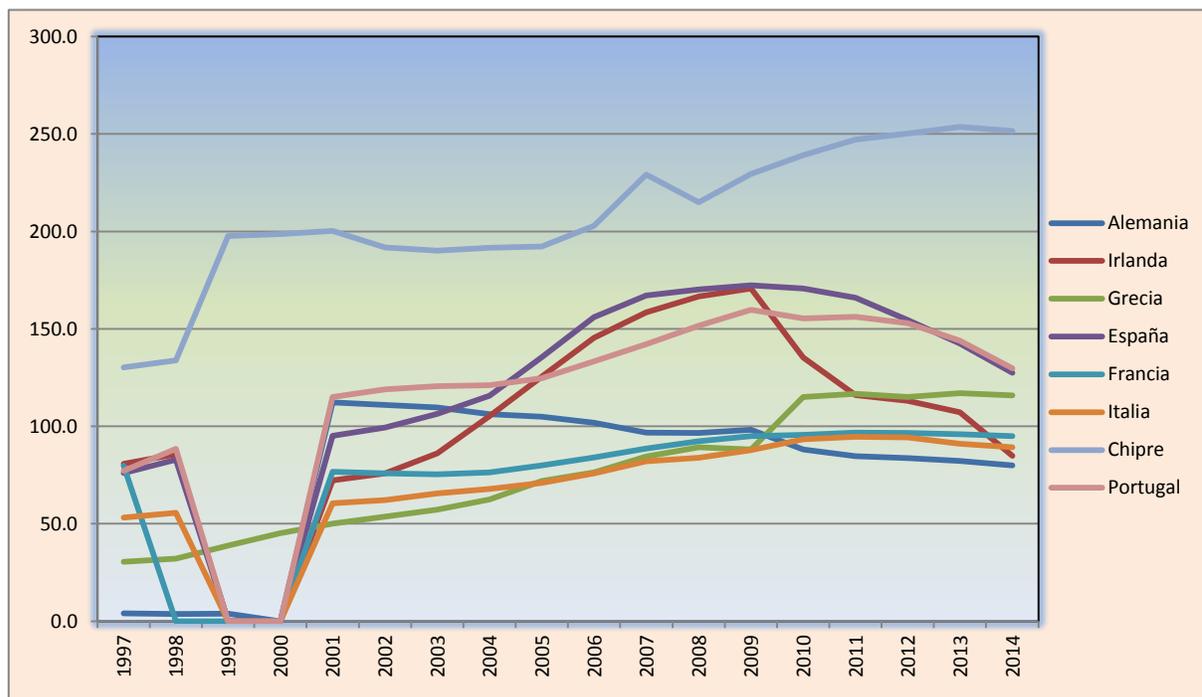
El otorgamiento de crédito al sector privado se vio igualmente incrementado en el periodo comprendido de 1997 a 2014, siendo Chipre, España, Irlanda y Portugal los países que reportaron mayor crecimiento en dicho rubro (véase Gráfica 2.3).

Evidentemente, la actividad económica se encontraba sustentada en la demanda privada, que a su vez se sustentaba en el endeudamiento. Los salarios, el consumo y la demanda se vieron incrementados dada la expansión del crédito. Asimismo, el Producto Interno Bruto (PIB) fue significativo entre estos países, destacándose Grecia, Francia y España con el mayor crecimiento.

En materia de política fiscal, ésta coadyuvó al crecimiento económico antes mencionado, particularmente de 1999 a 2007 (véase Gráfica 2.8). No obstante, los niveles de déficit

fiscal en el periodo anterior al estallido de la crisis se mantuvieron en los niveles acordados en el Tratado de Maastricht.

**Gráfica 2.3 Crédito Interno al Sector Privado<sup>59</sup>, 1997-2014 (Países seleccionados)**  
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial.

Finalmente, se puede subrayar que Alemania fue el único país que no registró incrementos en su gasto público, demostrando mayor disciplina fiscal y esto, aunado a una política de otorgamiento crediticio conservadora generaría las bases para colocarla como el país más estable económicamente en la actualidad dentro de la crisis que azota a la zona euro. En efecto, Alemania no necesitó recurrir a la expansión de su gasto público para generar crecimiento económico, dado que su motor de crecimiento se basó en su sector exportador derivado de su fuerte competitividad frente a las economías, las cuales

<sup>59</sup> El crédito interno al sector privado se refiere a los recursos financieros otorgados al sector privado, por ejemplo mediante préstamos, compra de valores que no constituyen una participación de capital y créditos comerciales y otras cuentas por cobrar, que crean un derecho de reembolso. En el caso de algunos países, estos derechos incluyen el crédito a empresas públicas.

se vieron en la necesidad de recurrir al déficit fiscal para contrarrestar los efectos negativos que generaría su falta de competencia en el ámbito del comercio exterior (Huerta, 2014).

### **2.3 La crisis de los *subprimes***

La llamada crisis de las hipotecas *subprime* es una crisis de índole financiero que se origina inicialmente en los mercados de Estados Unidos y es la señal que pone la atención en las hipotecas “basura” de Europa gestadas desde el verano 2006 evidenciándose dos años después con el estallido de la crisis financiera de 2008, donde España fue uno de los principales afectados.

En efecto, ante el temor de un estallido de una crisis sistémica derivado de los crecientes desequilibrios macroeconómicos mundiales, en realidad, lo que se desató fue una crisis propiciada por una importante caída en el valor de las denominadas hipotecas *subprime*, es decir, los créditos otorgados a personas con endeble garantías de pago y de bajo perfil crediticio, por lo menos al inicio de ésta. Dichos financiamientos, otorgados de manera irresponsable y no previniendo el riesgo, dejaron de pagarse, lo que tuvo efectos negativos en los balances bancarios tanto dentro como fuera de los Estados Unidos. La expansión crediticia fácil y la creación de nuevos instrumentos financieros, ideados como parte de la “creatividad financiera” y generados para la obtención de mayores ganancias a costa de un mayor riesgo, sentaron las bases para la crisis financiera, la cual, como se señaló anteriormente, tuvo su origen en los Estados Unidos, no tardando en propagarse a otras economías, principalmente las desarrolladas (Girón, 2009).

Desde finales de 2004 hasta principios de 2006 los bancos aceptaron prestatarios que bajo otro contexto más normal del mercado no hubieran calificado. Aquellos que pudieron ofrecer un bien inmueble como garantía colateral podían acceder fácilmente al crédito, y mientras mayor valor tuviera aquel bien, mayor era el monto a otorgar. De esta forma, dio inicio el otorgamiento de crédito con riesgos cada vez más grandes.

Posteriormente, la banca comercial empezó a “reempaquetar” sus préstamos hipotecarios en valores negociables, por lo que se vieron en condiciones de prestar nuevos servicios de intermediación financiera y así, hacerse de ingresos por comisiones, transferir el riesgo de falta de pago y recuperar rápidamente los créditos otorgados para conceder nuevos créditos. Para cancelar sus hipotecas, los prestatarios aprovecharon el aumento de los

precios de las viviendas, vendiéndolas. Sin embargo, los problemas empezaron cuando, por los mecanismos que suelen terminar con una burbuja financiera, se empezó a incrementar el número de viviendas sin vender, las tasas de interés empezaron a subir y los precios en el sector inmobiliario lejos de aumentar, iniciaron una caída. *“El grave error fue suponer que el precio de las casas seguiría aumentando a tasas de dos dígitos, como sucedió cuando se concedieron refinanciamientos hipotecarios en condiciones muy favorables. Los inversionistas ven poco riesgo cuando los mercados están cerca de su cima, que es precisamente cuando la posibilidad de que ocurra un colapso es mayor”*.<sup>60</sup>

La creación de nuevos instrumentos financieros como los llamados *swaps* y los derivados del crédito<sup>61</sup> fue producto de la adquisición de deuda riesgosa por parte de los prestamistas animados por la creencia de que la inflación permanecería baja y un mercado de trabajo estable. El mercado de bienes raíces fue durante muchos años el motor de crecimiento de la economía, lo que dio confianza financiera y justificó los precios cada vez más altos para los activos, incluyendo las viviendas. De acuerdo a las leyes del mercado, en la medida en que las personas utilizan el crédito para la compra de activos, los precios de éstos se incrementan vía demanda, lo que incrementa el valor del colateral y hace parecer que los préstamos sean más seguros. Este fenómeno se reprodujo en otras economías alrededor del mundo (Girón, 2009). Maximizar el flujo anticipado de dividendos futuros equivale a maximizar la cotización en la bolsa. La maximización se logra gracias a maniobras financieras, como el incremento en la palanca de endeudamiento<sup>62</sup>, la compra por parte de la empresa de sus propias acciones, la distribución de opciones de compra de acciones (*stock options*)<sup>63</sup>, el anuncio de operaciones de fusión y adquisición de empresas. Implementada desde inicios de los años noventa en Estados Unidos, y propagándose por toda Europa, la doctrina del valor para el accionista impone una norma de rendimiento sobre los capitales propios muy por encima del rendimiento económico del capital. Inclusive en Europa, en plena agonía

---

<sup>60</sup> Girón, Alicia, *“El derrumbe del sistema financiero internacional. Análisis coyuntural”*, México, UNAM-IIEc, 2009, pág. 31.

<sup>61</sup> Tienen por objetivo transferir los riesgos de ausencia de reembolso de un crédito a una contraparte, sin ceder la propiedad del crédito. Mientras más elevado sea el riesgo, mayor será la remuneración. Los productos derivados del crédito proveen un medio muy apreciado por los bancos para deshacerse de manera discreta de ciertos riesgos, sin comprometer la relación comercial que mantienen con sus mejores prestatarios, sin embargo, transferir un riesgo, no es hacerlo desaparecer.

<sup>62</sup> El efecto de palanca permite amplificar las ganancias debido a la posibilidad de pedir prestado e invertir más que su propio capital.

<sup>63</sup> Se trata de un complemento de remuneración (vinculado con la evolución del valor de la acción), reservado al personal directivo.

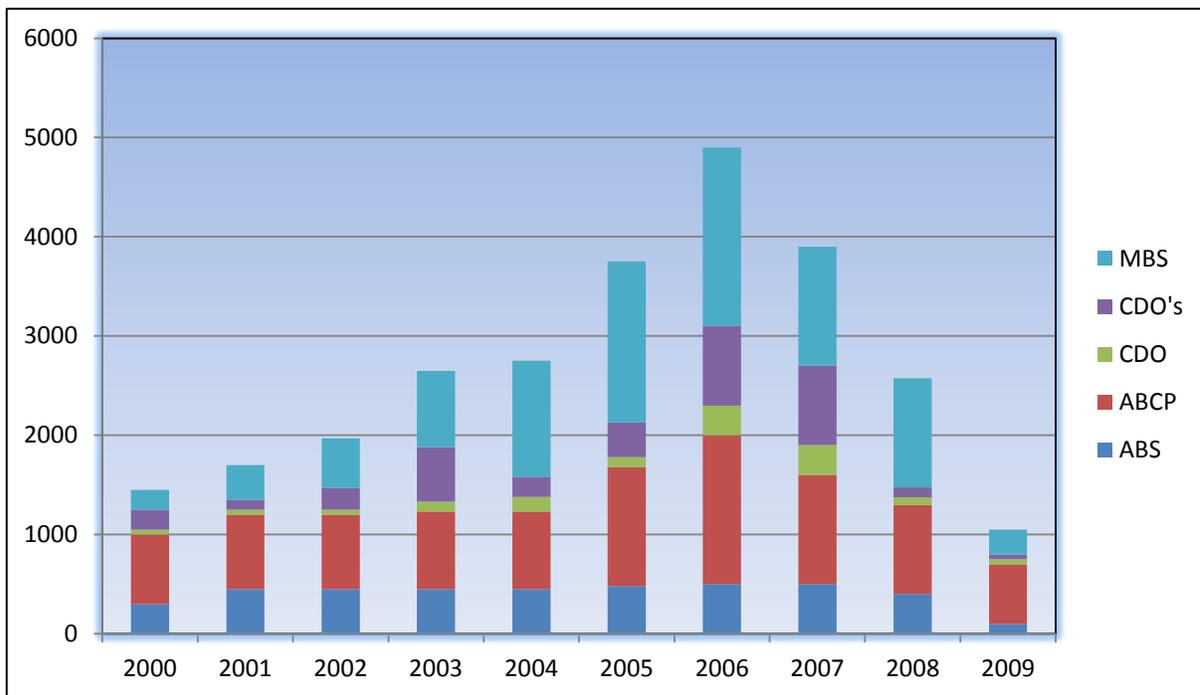
económica crónica, el rendimiento financiero se desarrolló de forma continua, aproximándose a las escalas establecidas por el capitalismo financiero mundial; esto es, por un accionariado mundializado e indiferente a las condiciones económicas de los países donde realiza sus inversiones (Guillén, 2009).

#### **2.4 El proceso de titularización de activos**

Indudablemente, el escenario se agravó cuando la crisis hipotecaria se transformó en una crisis de liquidez en el sistema financiero; la reducción de capital de los bancos limitó su capacidad para satisfacer los requerimientos de crédito del sistema económico. Todo tipo de nuevos activos financieros, desde tarjetas de crédito hasta hipotecas, principalmente las *subprime*, fueron transformados en valores que se negociarían en los mercados financieros secundarios, sin dar mayor importancia al tipo de deudores.

En la Gráfica 2.4 se puede observar cómo los paquetes financieros titularizados disminuyen sus saldos después de 2006. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2006 los bancos estaban expuestos en un 51% en el mercado de hipotecas de alto riesgo

**Gráfica 2.4 Fondos de titularización<sup>64</sup> por tipos, 2000-2009**  
**(La emisión de créditos estructurados aumenta en Estados Unidos)**  
**(Cifras expresadas en miles de millones de dólares)**



Nota: ABS = *asset-backed securities*, incluidos automóviles, tarjetas de crédito, etc. (Títulos respaldados por activos), ABCP = *asset backed commercial papers* (Papeles comerciales respaldados por activos), CDO = *collateralized debt obligations* (Deuda garantizada), MBS = *mortgage-backed securities*, (Títulos respaldados por hipotecas), CDO's = *collateralized debt obligations* (respaldados con "CDO", "ABS" y "MBS")

Fuente: Fondo Monetario Internacional, 2009

De esta forma, gracias a la titularización la banca se desprendió de su cartera de activos a través de la emisión de valores que anteriormente los inversionistas habían adquirido, es decir, en lugar de mantener su cartera de créditos, los bancos transfirieron a instituciones constituidas para dicho fin, los denominados "*conduits*", que eran fondos especiales o *special purpose vehicles (SPV)*<sup>65</sup>, que servían de fiduciarios de los flujos financieros

<sup>64</sup> La Titularización (*securitization*) es una figura importante que brinda al mercado de capitales un mecanismo por medio del cual las compañías pueden obtener recursos y se provee de alternativas a los inversionistas; lo anterior fomenta la competitividad, eficiencia e incrementa la profundización financiera del mercado, es decir, es una técnica financiera que permite negociar en los mercados financieros créditos inscritos en el activo de un agente económico, por decir, un banco.

<sup>65</sup> Un SPV, vehículo o entidad con propósito especial (EPE), es una institución financiera legalmente independiente que emite sus propios pasivos a fin de adquirir los activos originados por el banco. Cualquier riesgo crediticio asociado con los activos del banco se transfiere a esa entidad y a los inversionistas que han financiado la EPE al comprar sus pasivos o a quienes proporcionan

generados por los préstamos originales, y emitieron títulos respaldados por la cartera original, los cuales fueron absorbidos por los inversionistas. A este SPV que se creó se le denominó *structured investment vehicle* o vehículo de inversión estructurada.

Los prestamistas pudieron deshacerse de su cartera de créditos otorgados originalmente gracias a la venta de éstos a bancos y fondos, los que a su vez, los usaron como garantías colaterales para pedir refinanciamiento. Así, los prestamistas quedaron desvinculados del riesgo por falta de pago, lo que disminuyó el incentivo para verificar la situación de confianza de los prestatarios. De tal suerte, que la crisis se desató cuando estos activos subyacentes cayeron en incumplimiento de pago (Girón, 2009).

Los productos de crédito estructurado<sup>66</sup>, crecieron exponencialmente (véase gráfica 4), hasta el estallido de la crisis. A través de los nuevos productos derivados, la banca dividió y colocó la cartera de préstamos que habían realizado, para repartir el riesgo entre muchos participantes del mercado a nivel mundial, lo que disminuiría el riesgo sistémico, ya que de configurarse la crisis, muchos inversionistas perderían poco, en lugar de que pocos bancos perdieran mucho, como sucedió en la crisis de 1929.

Es importante señalar que esta es la primera vez, desde la Gran Recesión de 1929, que el mercado de productos de crédito estructurado complejo se ve envuelto en un escenario de desaceleración económica, es decir la existencia de una combinación de recesión económica con la creación de instrumentos financieros complejos. Los inversionistas no sintieron prestar mucha atención a los riesgos relacionados con los productos estructurados complejos que habían adquirido cegados por un entorno financiero estable con abundante liquidez, pensando que podrían devolverlos o revenderlos en el mercado secundario. Estaban confiados en que las calificadoras de valores evaluaban de una manera correcta los riesgos (Kodres, 2008). De tal forma, Standard & Poor's durante un tiempo puso a la par en cuanto a riesgo las hipotecas *subprime* y el resto, mientras que Moody's Investors Service y Fitch Ratings consideraban esos valores casi tan seguros de

---

garantías de pago a los compradores. Sin embargo, para que los pasivos de la EPE pudieran venderse a inversionistas institucionales, como compañías de seguros, fondos de pensiones, fideicomisos de beneficencia o fundaciones, esos pasivos tuvieron que recibir una calificación de grado de inversión proporcionada por una organización calificadora reconocida en el nivel nacional (Kregel, 2008).

<sup>66</sup> El financiamiento estructurado implica normalmente la agregación de múltiples riesgos subyacentes (como los riesgos de mercado y crédito) agrupando varios instrumentos sujetos a estos riesgos (por ejemplo, bonos, préstamos o valores respaldados por hipotecas) y luego dividiendo los flujos de caja resultantes en "tramos", o partes, pagados a los diferentes tenedores. (Kodres, 2008).

riesgo como los bonos del Tesoro Estadounidense (Astarita, 2007). El problema fue que las calificadoras de valores únicamente tomaron en cuenta el riesgo crediticio, omitiendo el riesgo de liquidez, el riesgo de mercado y el riesgo operativo inherentes a esos productos. Las calificaciones otorgadas no fueron objetivas y obedecían a intereses particulares creados, ya que la compensación del analista depende de los ingresos que genere la banca de inversiones (Girón, 2009). Dicho en otras palabras, maximizar la cotización en bolsa dependiente de la opinión financiera no es equivalente a maximizar la rentabilidad a largo plazo de la compañía. Así, la soberanía del accionista no significa sólo la preponderancia de los accionistas actuales de la empresa por lo que toca a decisiones estratégicas. Implica la sujeción de las compañías a la comunidad de los accionistas potenciales, con la mediación de la bolsa. En síntesis, se trata de una auténtica dictadura de la bolsa, en cierta forma manipulada, sobre los objetivos de la empresa (Guillén, 2009).

Dichos productos estructurados complejos contaban con dos inconvenientes: el deterioro de las garantías subyacentes (particularmente las hipotecas de alto riesgo originadas en las últimas etapas de la fase expansión) y la falta de información sobre el funcionamiento de estas estructuras financieras durante una desaceleración económica o bien cuando expiraron las “tasas gancho” relacionadas inicialmente a los préstamos (Kodres, 2008). Al respecto, Héctor Guillén señala *“es un cambio en la forma de regulación del capitalismo, en el que los mercados bursátiles tienden a volverse preponderantes. Es en esta situación, en particular favorable a los acreedores (accionistas y prestamistas), que se implanta una serie de reformas institucionales tendientes a favorecer la negociación de los títulos y las transferencias de riesgo. Estas son facilitadas por la creación de nuevos productos financieros, cada vez más complejos, que se intercambian en los nuevos mercados”*.<sup>67</sup>

La problemática en los mercados de los ABCP, por sus siglas en inglés, asset backed commercial papers (Papeles comerciales respaldados por activos), desde finales de 2007 dejó a los bancos con problemas de financiamiento y de crédito al corto plazo. De pronto, el sistema bancario enfrentó una gran cantidad de clientes exigiendo inmediata liquidez, afectando al mercado interbancario. Una crisis de solvencia generalizada se apoderó del sector financiero a medida que pérdidas cuantiosas minaron las bases de capitales propios.

---

<sup>67</sup> Guillen Romo, Héctor (2009), *“La crisis financiera de los préstamos subprime”* en Revista de Comercio Exterior, Vol. 59 núm. 12, 2009, págs. 947-969.

El escenario de confianza anterior desapareció y en su lugar, se inició una falta sistémica de disposición institucional para otorgar préstamos aun con solicitantes con historiales crediticios adecuados, por lo que la crisis se propagó a partes del sistema fuera del alcance directo de los bancos centrales (Galbraith, 2008).

La crisis estalló cuando los problemas en el mercado de préstamos apalancados generó la incertidumbre de los inversionistas, ya que no solamente desconocían el valor real de las hipotecas *subprime* sino del resto de los activos financieros. Dicha situación, generó pánico que generó una fuga de liquidez aumentando la insolvencia del sistema bancario en su conjunto. Los créditos destinados a la vivienda no pueden ser titularizados de una manera segura y confiable, ya que la calidad del préstamo y por ende, el valor del activo no puede determinarse de manera confiable. Las gestiones responsables y correctas de otorgamiento de créditos se quebró completamente, en confabulación con las agencias calificadoras de valores (Galbraith, 2008).

En resumen, son precisamente este tipo de prácticas, motivadas por la proliferación de “innovaciones” financieras, las que están en el origen de la crisis de los créditos *subprime*, ya que la titularización permite tener el control administrativo del riesgo, pero no lo elimina (Guillén, 2009). Todos los ingredientes de la crisis, que casi nadie previó, se habían reunido (Bourguinat, 2009).

## **2.5 Caracterización de la crisis en la zona euro**

Como se señaló anteriormente, el Tratado de Maastricht firmado el 7 de febrero de 1992 tuvo por objetivo crear en Europa una unión monetaria que terminara en un determinado tiempo en una moneda única para los países firmantes. No obstante, la pérdida de confianza en el Banco Central Europeo se reflejó debido a las medidas de austeridad presupuestal impuestas a los Estados, así como el énfasis del rigor salarial impuesto a los trabajadores. Los países de la zona euro comenzaron a experimentar un endurecimiento sobre las restricciones enmarcadas en el Tratado. La economía mundial sufrió, desde 2007, una serie de crisis cuya secuencia en tres episodios es ahora conocida: 1) la situación de los *subprimes* desencadenado por el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos y que derivó en una crisis financiera y bancaria sistémica, 2) la transformación debido al impacto macroeconómico sobre el sector empresarial (caída en la inversión) y las familias (incremento del desempleo y sobreendeudamiento privado) en una crisis real de magnitudes mundiales y, 3) el deterioro de las finanzas públicas y el

creciente endeudamiento de los Estados a inicios de 2010, como resultado de la recesión y de los planes de reactivación masivos que condujeron a una de las crisis soberanas más grandes en la zona euro (Guillén, 2011).

Si bien la crisis económica de Estados Unidos tuvo consecuencias negativas sobre la economía de la UME, la crisis de ésta se explica más bien por los lineamientos establecidos en sus políticas económicas que se derivan de la unión monetaria. Dicha unión monetaria ha llevado a que los países pierdan el manejo soberano de sus políticas, principalmente la monetaria, y los más vulnerables no pudieron contrarrestar las marcadas diferencias en materia de productividad y competitividad existentes entre ellos, motivadas por la libre movilidad de mercancías y capitales, y por la creación del euro, como moneda única. Asimismo, se afectó la dinámica de acumulación en el sector productivo, así como un incremento en el desempleo (Huerta, 2010).

No cabe duda que las políticas de globalización impuestas debilitaron y vulneraron a la mayoría de las economías de la zona euro. A continuación, se describirán los aspectos que han caracterizado a la crisis en la zona euro.

A manera de síntesis se puede reseñar y seguir la secuencia de hechos que caracteriza a la recesión de la economía española (véase Cuadro) y que se ha ido desarrollando a partir de 2007 de forma particular en los países desarrollados y con especial énfasis en los países miembros de la UE.

Crisis financiera	* El exceso de liquidez de la política monetaria clásica de tipos básicos estalla en burbujas * La carencia de regulación-supervisión propicia estrategias financieras cortoplacistas
Crisis económica	* Las instituciones financieras cierran el crédito ante la desconfianza generalizada en los mercados. * La economía real, adicta al apalancamiento, se queda sin financiación para seguir consumiendo e invirtiendo
Crisis laboral	* La crisis de demanda sin financiación se traslada a la oferta * Parte de las burbujas financieras se construyeron en sectores intensivos en mano de obra
Crisis de la deuda	* Efecto clásico de la crisis sobre los ingresos y gastos públicos que se traduce en mayor déficit * Costosos programas de rescate financiero para los grandes bancos

Crisis de la austeridad	* Programas de ajuste (prioridad a la reducción de los déficit públicos) con condicionalidad de los "rescates financieros" * Salidas de capital hacia el exterior buscando "mercados de calidad" * Los ajustes redundan en caídas del consumo y de la inversión. Depresión económica recurrente
-------------------------	---

### 2.5.1 La crisis de deuda soberana<sup>68</sup> y las finanzas públicas

La crisis financiera detonada en 2008 con orígenes en Estados Unidos se difundió por Europa y al resto de las economías y evidenció deficiencias de tipo estructural como las deudas soberanas en los países periféricos de Europa. Los lineamientos relacionados con políticas de austeridad que se aplicaron en varios países de Latinoamérica en los años ochenta y que en la actualidad se aplican en Europa ven a la deuda pública como una carga y un símbolo de “desorden social” (Bliek y Parguez, 2006, Bousseylol, 2009). El discurso oficial de ayer en América Latina y hoy en Europa pone énfasis sobre el carácter catastrófico del endeudamiento. Dicho endeudamiento constituiría la causa de la impotencia del Estado en su carencia de recursos financieros para operar y sería de igual forma la revelación de una falta política y moral: las economías vivirían por encima de sus medios. El alto endeudamiento ayudaría a deteriorar las condiciones financieras nacionales (Guillén, 2011).

El apoyo a los bancos y la amplitud de los planes de reactivación tras la crisis de los *subprimes* se tradujeron en un alza de la relación deuda pública/PIB que alcanzó un nivel tal que suscitaban dudas entre los financieros internacionales en cuanto a la continuación de tales políticas a mediano y largo plazo. El nivel de las deudas públicas alcanzó 80% del PIB en el Reino Unido, 85% en la zona euro y 95% en los Estados Unidos (Sterdyniak, 2010). Se había operado un traspaso directo del riesgo privado a un mayor riesgo de la deuda soberana.<sup>69</sup> Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda, España y Grecia se

---

<sup>68</sup> La deuda pública (o Deuda Soberana), es aquella que tiene el Estado con los ciudadanos u países, se ha disparado en los últimos tiempos en un gran número de países y se ha convertido en uno de los principales motivos de preocupación en algunas de las economías más importantes del mundo.

<sup>69</sup> Lo acontecido con la deuda pública en Europa no es nuevo. En efecto, los datos sobre la evolución de la deuda pública tras las principales crisis bancarias de posguerra tanto en los países avanzados como en los subdesarrollados muestran en promedio una cuasi duplicación en los tres años posteriores a la crisis (incluso sin tomar en cuenta la deuda de las colectividades públicas y la deuda garantizada por el Estado). En estas condiciones se puede considerar que el verdadero legado de las crisis bancarias es un alza del endeudamiento público que supera y excede

encontraban en primera línea de los países amenazados. De hecho, Grecia fue el primer país amenazado, ya que debido a un cambio de gobierno, las autoridades descubrieron y señalaron que los déficits anteriormente declarados habían sido ampliamente subestimados (Guillén, 2011).

**Cuadro 2.1 Deuda Bruta Consolidada de la Administración Pública, 2005-2014**  
**(Países seleccionados)**  
**(Cifras expresadas en millones de euros)**

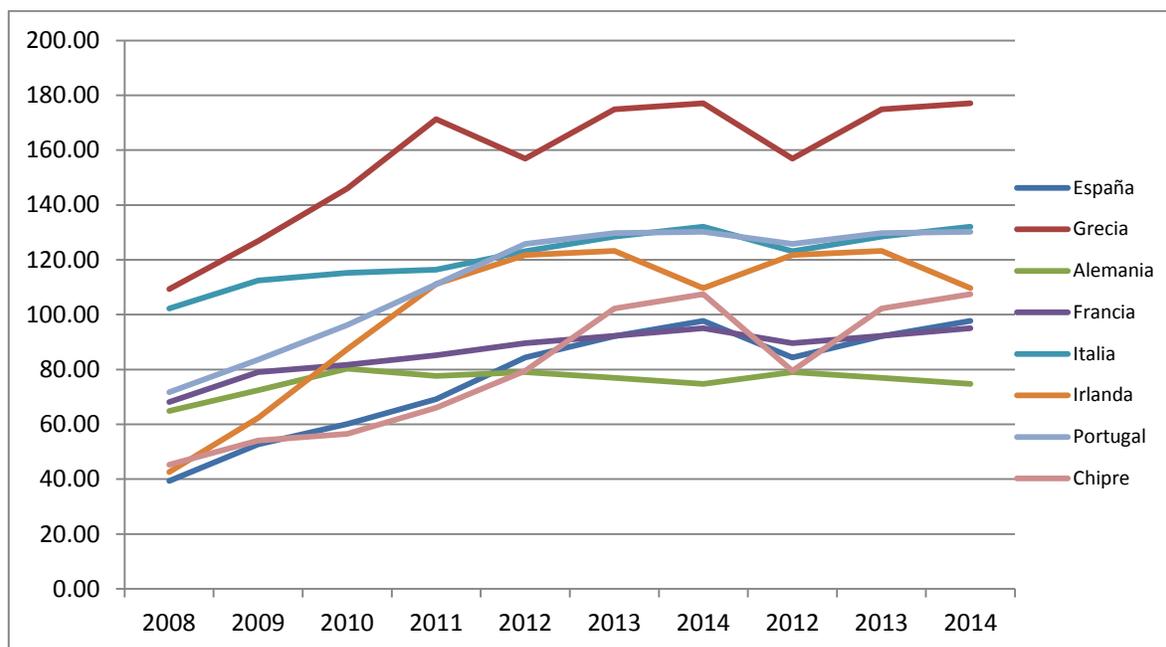
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
España	381,401	435,822	565,082	644,692	743,531	890,978	966,170	103,385
Italia	1,602,107	1,670,993	1,769,254	1,851,256	1,907,479	1,988,901	2,068,722	2,134,920
Grecia	239,991	264,623	301,002	330,291	355,977	304,714	319,178	317,094
Irlanda	47,342	79,608	104,544	144,163	190,123	210,238	215,328	203,319
Portugal	115,587	123,302	141,055	162,473	195,690	211,784	219,645	225,280
Francia	1,252,965	1,358,234	1,531,590	1,632,545	1,754,356	1,869,155	1,953,409	2,037,772
Chipre	9,370	5,493	9,965	10,770	12,869	15,431	18,519	18,819
Alemania	1,599,443	1,666,405	1,784,125	2,073,745	2,101,823	2,179,813	2,166,021	2,170,001

Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

---

ampliamente los costos directos de los grandes planes de salvamento (Reinhart, C.M. y Rogoff, KS, 2010: 191-193).

**Gráfica 2.5 Deuda bruta pública consolidada como % del PIB, 2005-2014 (Países seleccionados)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional

No obstante lo anterior, Grecia fue capaz de mantener niveles relativamente bajos de su déficit fiscal hasta 2007 (véase cuadro 2.2), gracias al crecimiento económico que registró en dicho periodo y al incremento en la recaudación impositiva del Gobierno. El cuadro 2.2 muestra que, en 2007, los únicos países que registraban superávit fiscal eran Irlanda, España, Alemania y Chipre. Los gobiernos se ven en la necesidad de contratar deuda derivado de presiones sobre sus finanzas, así como a la incapacidad de monetizar dicho déficit. No obstante, el gasto público deficitario de las economías con déficit externo, no es capaz de contrarrestar el escaso crecimiento debido a que se filtraba en importaciones, ante la pérdida de competitividad que sufrieron la mayoría de las economías de la zona euro, saliendo beneficiada particularmente Alemania, así como aquellos países de alta competitividad fuera de la zona, como es el caso de China con la cual tienen un elevado déficit de comercio exterior. De lo anterior, sólo Alemania registra déficit comercial con China de 2005 a 2008 pero el resto de los países de la zona euro registró déficit en el periodo 1999-2012, siendo España e Italia los países con déficit más

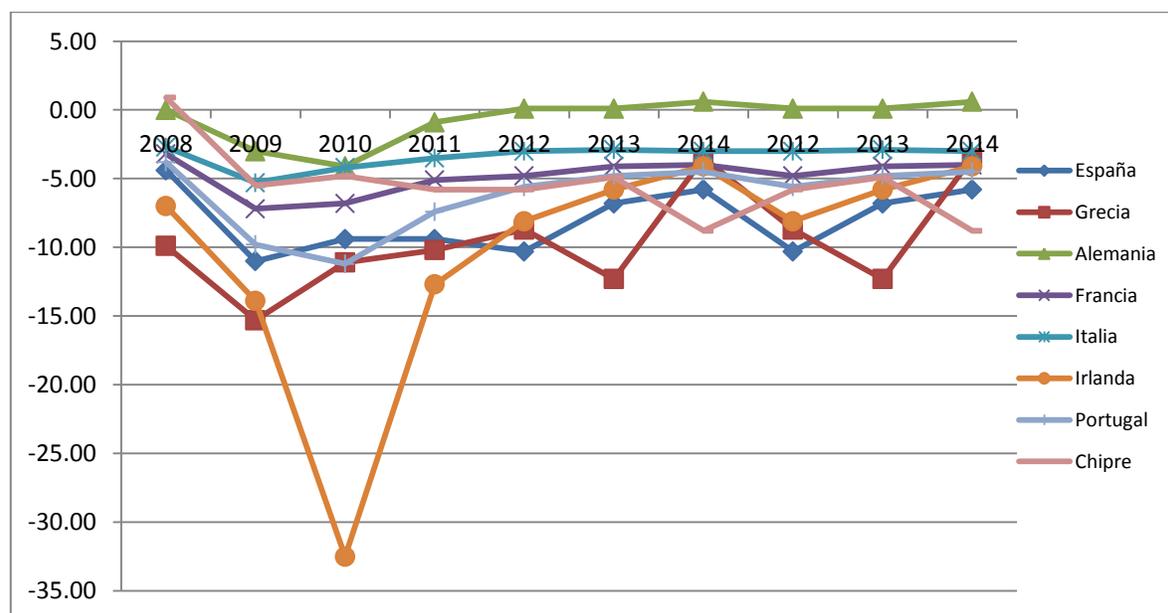
altos de hasta menos 13,399,111 y menos 14,088,568 millones de dólares para el año 2012.<sup>70</sup>

**Cuadro 2.2 Déficit fiscal<sup>71</sup> como % del PIB, 2005-2014**  
(Cifras expresadas en millones de euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
España	2.20	-4.40	-11.00	-9.40	-9.40	-10.30	-6.80	-5.80
Grecia	-6.70	-9.90	-15.30	-11.10	-10.20	-8.70	-12.30	-3.50
Alemania	0.3	0	-3	-4.1	-0.9	0.1	0.1	0.6
Francia	-2.5	-3.2	-7.2	-6.8	-5.1	-4.8	-4.1	-4
Italia	-1.5	-2.7	-5.3	-4.2	-3.5	-3	-2.9	-3
Irlanda	0.3	-7	-13.9	-32.5	-12.7	-8.1	-5.8	-4.1
Portugal	-3	-3.8	-9.8	-11.2	-7.4	-5.6	-4.8	-4.5
Chipre	3.3	0.9	-5.5	-4.8	-5.8	-5.8	-4.9	-8.8

Fuente: Elaboración propia con datos de eurostat

**Gráfica 2.6 Déficit fiscal como % del PIB, 2005-2014 (Países seleccionados)**



Fuente: Elaboración propia con datos de eurostat

<sup>70</sup> Huerta, Arturo, "Unión Monetaria y Crisis de la Zona Euro", Facultad de Economía, UNAM, 2014, pág. 49

<sup>71</sup> Existe Déficit cuando la diferencia entre los ingresos y los gastos del Estado es negativa, es decir, los gastos son superiores a los ingresos. Al contrario, existe Superávit cuando dicha diferencia es positiva, es decir, los ingresos superan a los gastos. En España, el déficit público está compuesto por el déficit del Estado, el déficit de las Comunidades Autónomas y el déficit de los ayuntamientos.

El cuadro 1.2 refleja como el déficit fiscal en relación al PIB se dispara en la crisis 2008-2009. El déficit público griego pasa de ser -6.7% en 2007 a -9.9% en 2008 y a -15.3% en 2009. España pasó de registrar un superávit de 2.2% en 2007 a un déficit de -11% en 2009. La crisis fue el motivo de que estos déficits públicos se dispararan, que restringió la actividad económica, la recaudación fiscal, el alza en las tasas de interés, y el costo y el monto de la deuda, así como la relación de endeudamiento (Huerta, 2014).

Finalmente, existe un margen de maniobra para las autoridades monetarias. Por ejemplo, en Estados Unidos, las tasas de interés a largo plazo determinadas por la oferta y la demanda dependen de la tasa de interés del corto plazo determinadas por la Reserva Federal. Todo se resume en la idea de que si el Estado no renuncia a su soberanía monetaria como en Europa, pagará la tasa de interés que establezca sobre la deuda pública contraída. El margen de maniobra para pagar la tasa de interés permite disminuir la carga de la deuda. Lamentablemente, dicha carga está incrementándose en Europa en aras de la disminución cada vez más fuerte del PIB generada por las políticas cada vez más brutales de deflación que se expandieron tras la crisis griega (Guillén, 2011).

Como lo señala Arturo Huerta (2014): *“En el caso de un gobierno soberano que tiene el control de su moneda, para emitirla y devaluarla, para financiarse con ella, no tiene problemas para encarar la deuda pública que está en su moneda, a diferencia de los países de la zona euro que perdieron el control de su moneda soberana, por lo que no tienen viabilidad de encarar el pago de la deuda, y de salir de su crisis. En este caso los países tienen que instrumentar políticas de austeridad fiscal para generar ahorro forzoso para el pago de la deuda. Ello actúa en forma negativa sobre el ingreso y las ganancias del sector privado, dada la contracción del gasto público y de la demanda ocasionada. Esta expansión de la deuda privada es consecuencia de que las políticas predominantes en la UME han actuado en detrimento del sector público, y del empleo”*.<sup>72</sup>

### **2.5.2 Diferencias productivas y macroeconómicas**

Ante el estallido de la crisis *subprime* en Estados Unidos, posterior al declive de Lehman Brothers en 2008, algunas economías de la zona euro instrumentaron políticas monetarias y fiscales contracíclicas pero no consiguieron incrementar la demanda agregada a un nivel que dejase reactivar la dinámica económica y lograr un crecimiento

---

<sup>72</sup> Huerta, Arturo (2014), *“Unión Monetaria y Crisis de la Zona Euro”*, Facultad de Economía, UNAM, 2014.

sostenido, por el contrario, en algunos casos estas políticas agravaron los problemas estructurales ya que propiciaron una recuperación desigual en la eurozona (Girón y Solorza, 2013). Desde el año 2005, se han señalado a los distintos desequilibrios globales como la fuente de inestabilidad y riesgo para la economía mundial. Una de las principales hipótesis que se manejan como provocadoras de los desequilibrios globales, es la que afirma que los desequilibrios en cuenta corriente y la caída en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos, fueron resultado de los flujos residuales de los excesos de ahorro provenientes de las economías emergentes, en particular de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Lo anterior, y los problemas de captación por parte del mercado estadounidense habrían de ser los culpables de la crisis financiera de 2008 (Carrasco, 2014).

En investigaciones más recientes, se ha dado por sentado, que si bien, los excesos de ahorro procedentes de los países emergentes (Asia y OPEP), habrían contribuido a través de su entrada al mercado anglosajón a disminuir el rendimiento de los activos más viables y menos riesgosos y más líquidos, y por consiguiente, habría desplazado los flujos de capital (procedentes de Europa) hacia productos resultado de la innovación financiera en búsqueda de mayores rendimientos, también se ha señalado que los flujos netos, como el saldo de la cuenta corriente, carecen de relevancia explicativa y, son, en cambio los flujos brutos los más trascendentes en la explicación de la inestabilidad financiera observada en los años recientes. Es aquí, cuando se consideran los flujos brutos, que los flujos europeos cobran importancia. De tal suerte que si, en su conjunto, tanto la zona euro como la UE, hubiesen presentado un saldo en cuenta corriente cercano al equilibrio, los flujos brutos entrantes y salientes habrían contribuido a la inestabilidad del sistema financiero internacional (Carrasco, 2014).

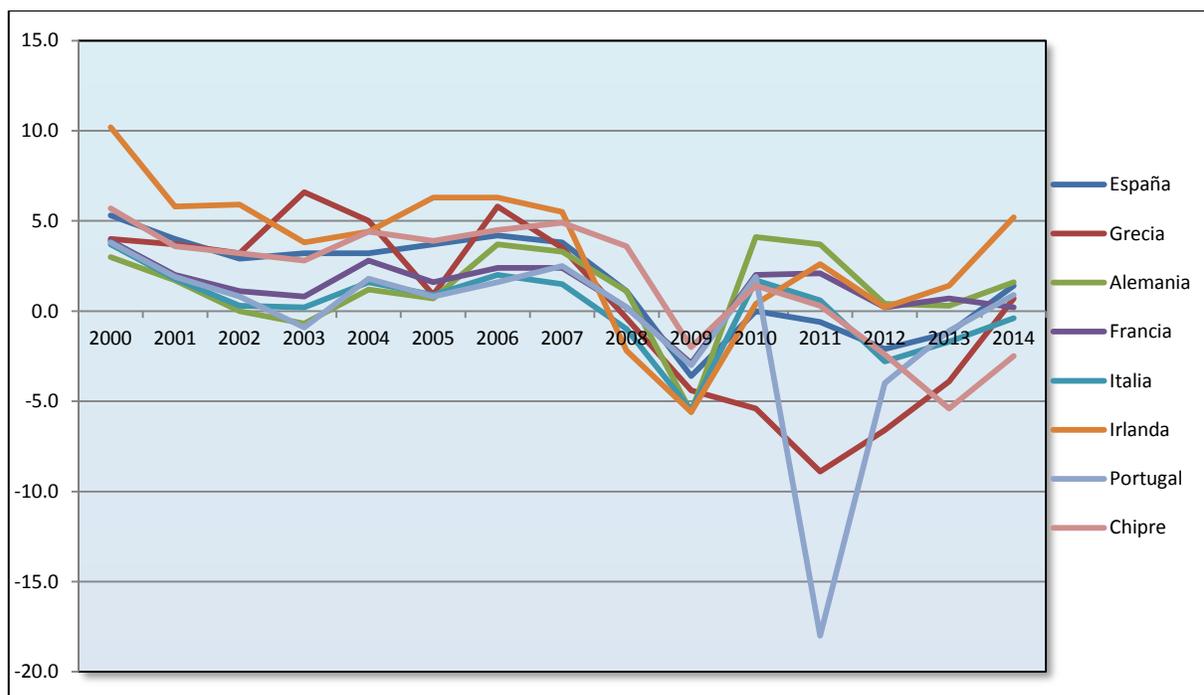
Para el caso específico de la UE, en general, y de la zona euro, en particular, los países miembros han presentado posiciones externas divergentes, es decir, mientras países como Alemania, Holanda o Finlandia han observado persistente superávits en su cuenta corriente, España, Grecia o Portugal han registrado un signo negativo en sus balances comerciales.

En el caso europeo, además de la presencia de desequilibrios en las posiciones externas de los estados miembros, también se han observado divergencias en variables relevantes para el funcionamiento de una unión monetaria como son los déficits públicos, la productividad, los precios y los costos laborales. La divergencia en estas variables habría

contribuido a la pérdida de competitividad de los países de la periferia de la zona del euro y a la inestabilidad e insostenibilidad de sus posiciones externas y de sus balances fiscales (Carrasco, 2014).

En materia de crecimiento económico, en el periodo que va de 2000 a 2014, no fue muy significativo entre las distintas economías (véase Gráfica 2.7), sin embargo Grecia, España y Francia registraron los mayores crecimientos.

**Gráfica 2.7 Variación porcentual del PIB, 2000 a 2014 (Países seleccionados)**



Fuente: Elaboración propia con datos de eurostat

Los creadores de la UME no contemplaron que al operar las economías con una moneda única se producirían desigualdades productivas y competitivas entre los distintos países de la zona euro. Las economías con mayor productividad, y menor crecimiento salarial, como lo es el caso de Alemania, pasaron a poseer mayor capacidad competitiva frente a otros países menos competitivos, y aquellos que aumentaron sus salarios. Los países menos productivos, terminan con una moneda apreciada, así como sus bienes y servicios, debido a que sus costos de producción son mayores que los de Alemania y otros países con mayor productividad, resultando y afectando su superávit de comercio exterior o bien, aumentando su déficit (Huerta, 2014).

En 2014 España registró un déficit en su Balanza comercial de 25.318 millones de euros, un 2,43% de su PIB, superior al registrado en 2013, que fue de 18.025 millones de euros, el 1,75% del PIB (véase Cuadro 2.3).

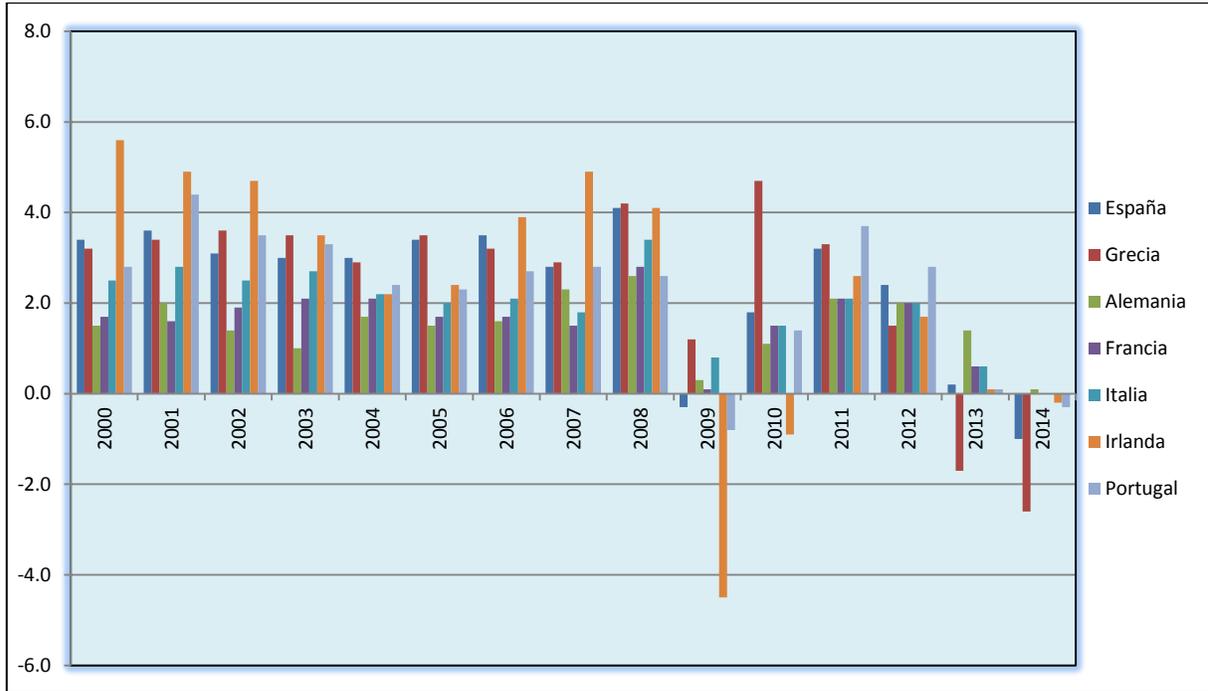
**Cuadro 2.3 Balanza Comercial / Balanza Comercial como % del PIB (Países seleccionados)**  
**(Cifras en millones de euros)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
España	99237 / -9.18	-94717 / -8.49	-47232 / -4.38	-54762 / -5.07	-50327 / -4.70	-32759 / -3.14	-18025 / -1.75	-25318 / -2.43
Grecia	-40738 / -17.50	-43538 / -17.98	-34413 / -14.49	-29391 / -12.99	-24062 / -11.62	-21701 / -11.35	-19250 / -10.67	-20616 / -11.61
Alemania	194259 / 7.73	177525 / 6.93	138868 / 5.64	153964 / 5.97	157411 / 5.82	188252 / 6.83	195938 / 6.95	219751 / 7.54
Francia	-51988 / -2.67	-68367 / -3.43	-56062 / -2.89	-65854 / -3.30	-88761 / -4.31	-82275 / -3.94	-75705 / -3.58	-71594 / -3.36
Italia	-8596 / -0.53	-13035 / -0.80	-5876 / -0.37	-29982 / -1.87	-25524 / -1.56	9890 / 0.61	29213 / 1.82	42882 / 2.66
Irlanda	27524 / 13.97	28389 / 15.34	38159 / 22.52	42408 / 25.52	42481 / 24.42	42033 / 24.04	6516 / 20.35	35076 / 18.55
Portugal	-21632 / -12.33	-25347 / -14.17	-19682 / -11.22	-21379 / -11.88	-16401 / -9.31	-10906 / -6.48	-9647 / -5.67	-10677 / -6.16
Holanda	42458 / 6.92	38742 / 6.06	39244 / 6.35	43632 / 6.91	48898 / 7.61	53274 / 8.26	61592 / 9.46	63635 / 9.60

Fuente: Elaboración propia con datos de eurostat

En materia de inflación, se observa que Alemania ha registrado la más baja del resto de las economías, mientras que España y Grecia las mayores tasas de crecimiento de precios, por lo que sus bienes perdían competitividad frente a los de Alemania, dando lugar a déficits de comercio exterior.

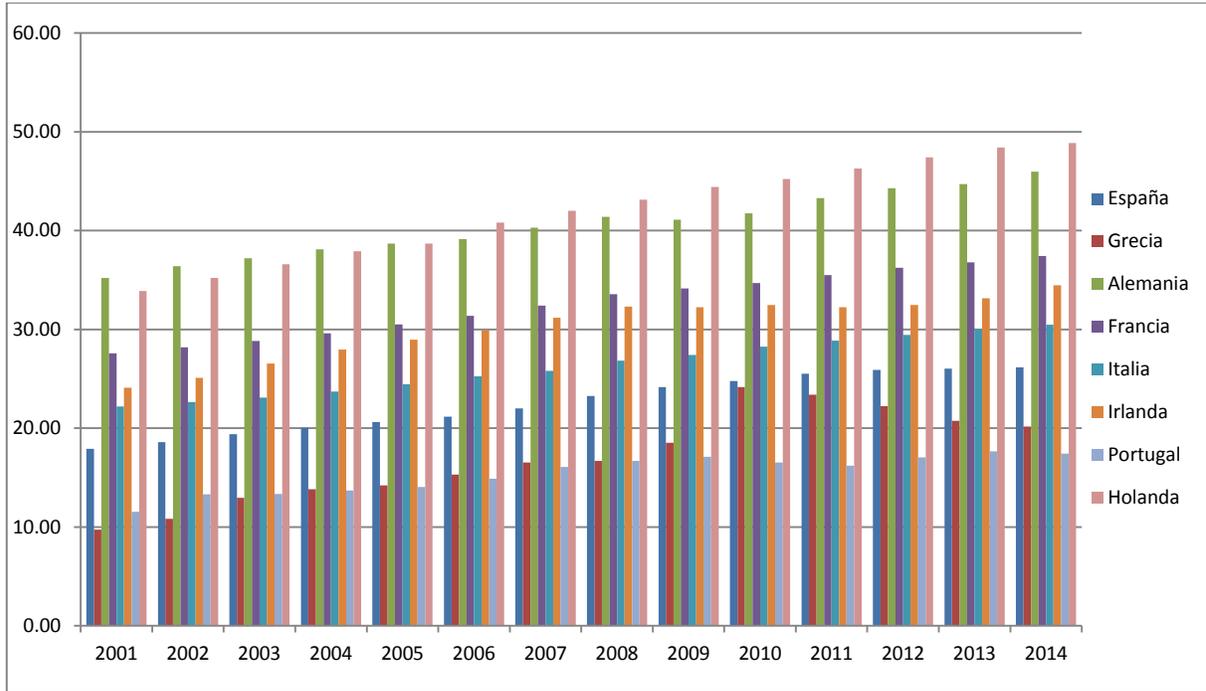
**Grafica 2.8 Inflación anual (IPC), 2000 a 2014 (Países seleccionados)**



Fuente: Elaboración propia con datos de Global-Rates

Con respecto a los salarios (véase cuadro 2.9), es pertinente mencionar que Alemania a raíz de su unificación, ha venido ejerciendo una política salarial restrictiva, la que siguió al adoptarse el euro, esto aunado a un incremento en su productividad, para lograr una inflación menor que el resto de las demás economías e incrementar su competitividad, y así establecer una política de crecimiento hacia afuera.

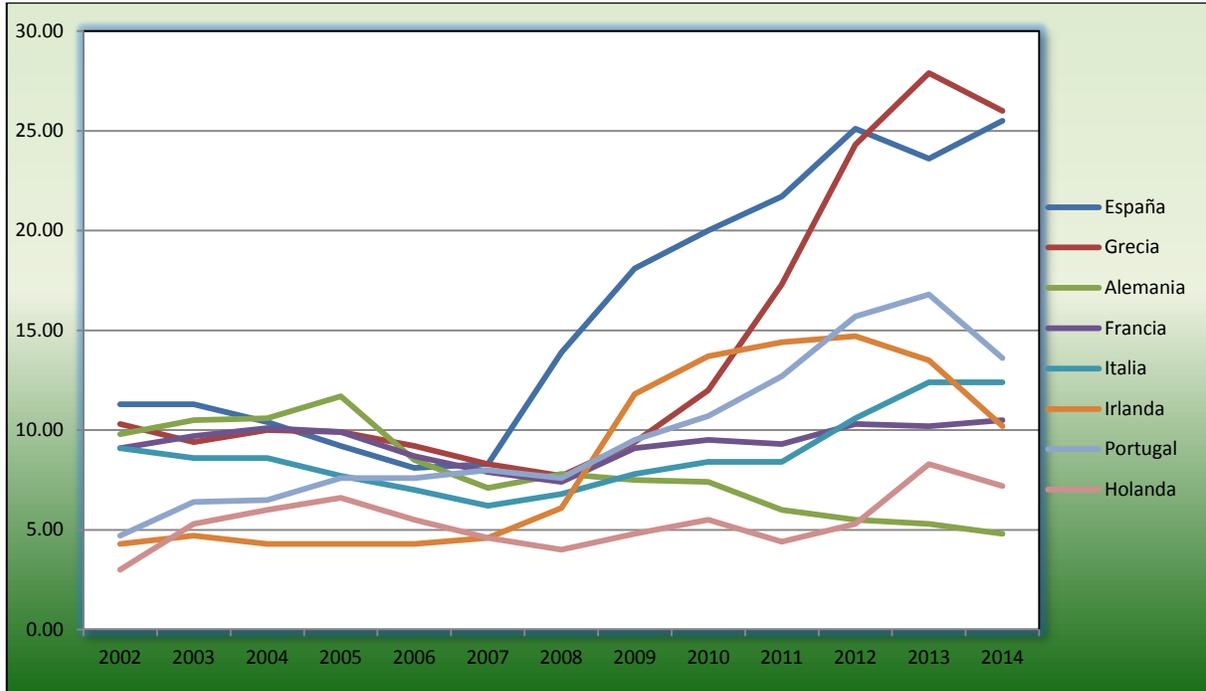
**Gráfica 2.9 Remuneración salarial promedio, 2000-2014 (Países seleccionados)**



Fuente: Elaboración propia con datos de eurostat

La falta de competitividad frente a las importaciones, derivado de la libre movilidad de mercancías y los bajos niveles de productividad, además de operar con una moneda apreciada para el grueso de los países de la eurozona, ha disminuido la dinámica económica de la mayoría de las naciones. Lo anterior, ha incrementado el desempleo (véase gráfica 2.10), ha presionado los salarios a la baja, ha incrementado el déficit de comercio exterior y ha incrementado los costos de la deuda, lo que ha repercutido seriamente en el crecimiento de la demanda, el ingreso nacional y la dinámica económica, así como la base de recaudación fiscal y la estabilidad del sector bancario, dañando como resultado las utilidades de las empresas, las familias y el gobierno.

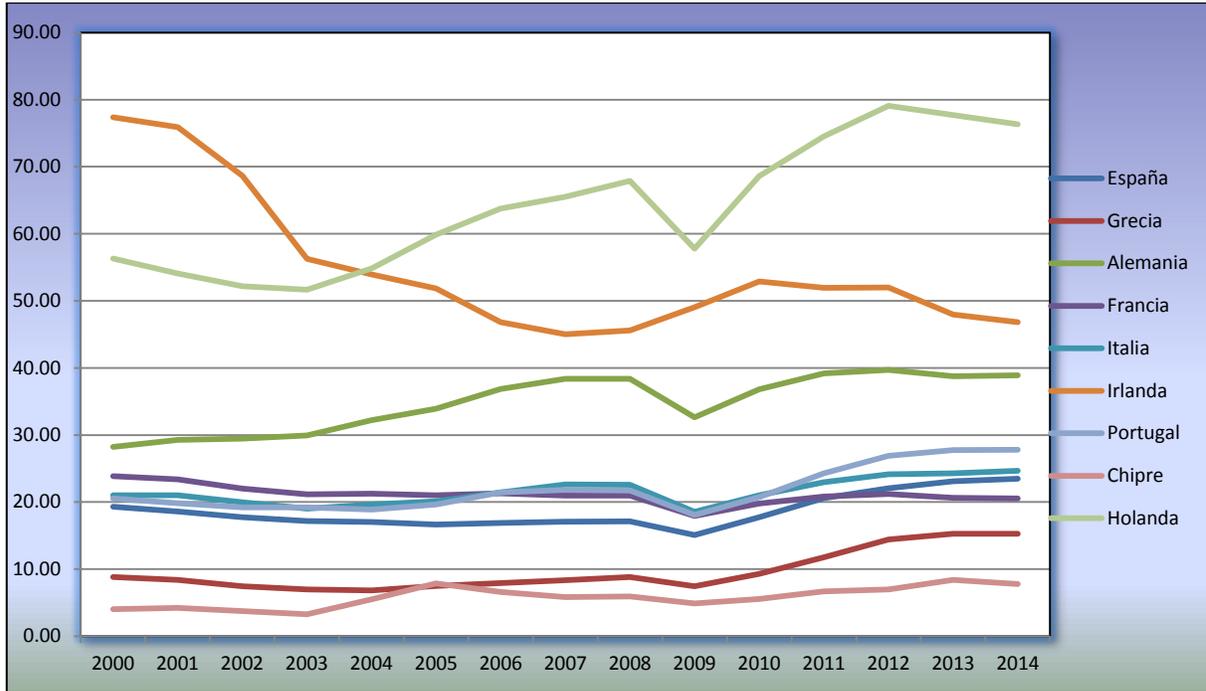
**Gráfica 2.10 Tasa de desempleo, 2000-2014 (Países seleccionados)**



Fuente: Elaboración propia con datos de eurostat

Es por ello la necesidad de recuperar el control monetario y devaluar el circulante a fin de emitirla para financiar el gasto gubernamental en pro del aumento de la productividad, la competitividad (véase Gráfica 2.11), y así revertir la problemática que enfrentan (Huerta, 2013).

**Gráfica 2.11 Exportaciones como % del PIB, 2000-2014, (Países seleccionados)**



Fuente: Elaboración propia con datos de eurostat

Sin embargo, uno de los contras de la devaluación, será el efecto sobre el nivel general de precios al alza, derivado de un alto coeficiente importado en que han caído muchos de los países, lo que conduciría a su vez en un alza en las tasas de interés, lo que ocasionaría las presiones sobre el costo de la deuda e incrementaría los problemas de insolvencia. No obstante, en aras de contrarrestar dicha situación, la devaluación y la flexibilidad económica, debería mejorar significativamente el nivel de ventas e ingresos de las empresas y estimularlos a generar en el crecimiento de la productividad y la sustitución de importaciones, para lograr lo más pronto posible el ajuste en las cuentas externas para que éstas no sigan apoyándose en la devaluación monetaria (Huerta, 2013).

### 2.5.3 El euro y la pérdida del control monetario

Como se ha señalado, el nacimiento de la Unión Económica y Monetaria en Europa y de la moneda única el 1 de enero de 1999 junto con las políticas que la acompañan, no han provocado los niveles de convergencia buscados, inclusive han provocado divergencias macroeconómicas, ya que al operar con la misma moneda, ésta ha caído en la

apreciación en aquellos países que trabajan con bajos niveles de productividad, dando lugar a sus diferencias de productividad y competitividad que han estado presentes, y se traducen en déficit de comercio exterior, así como altos niveles de endeudamiento en casi todas las economías, frenando su crecimiento y acentuando sus diferencias a pesar del excesivo optimismo político sobre los beneficios que depararía la moneda única a los países que se uniesen a la eurozona (Huerta, 2013). Desde el punto de vista monetario, los acuerdos que conformaron la eurozona establecen una política común centralizada en una sola institución, el Banco Central Europeo (BCE), responsable de la política monetaria con total independencia de las decisiones de los gobiernos miembros. En efecto, el Tratado de Maastricht otorga casi de manera exclusiva un mandato monetario al BCE, dejando a la luz incertidumbres sobre cuestiones básicas relacionadas con el control monetario, como la regulación y supervisión bancaria, en la que el BCE tenía, hasta la crisis de deuda soberana, una injerencia muy acotada (Calvo, 2014).

Evidentemente al no poder monetizar la deuda, dada la pérdida del control monetario, tienen que enfrentarla o reestructurarla, y obtener quitas o bien, caer en moratorias de pago. Esta situación de inestabilidad financiera no sólo ha complicado fuertemente la necesaria apelación financiera al mercado, para que las economías más afectadas por las tensiones financieras se hagan de recursos, en particular en los países donde los diferenciales de deuda soberana estaban bajo presión, pues también se ha encarecido el pago del servicio de la deuda y ha generado más fragilidad económica y un creciente aumento del desempleo. La cuestión es que no cuentan con condiciones de pago, por más políticas de austeridad, principalmente fiscal, se establezcan. Lo anterior debido a las importantes lagunas que tenía el Tratado de Maastricht relacionadas principalmente con el incumplimiento de las exigencias presupuestarias de los Estados miembros. A pesar de que con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PAC), se intentó superar esas diferencias, la crisis de Deuda Soberana ha evidenciado la asimetría existente entre la Unión Monetaria y la Unión Económica, ambos integrantes de la Unión Económica y Monetaria (Calvo, 2014).

Es por estas razones que resulta indispensable que los gobiernos recuperen el control monetario, ya que sin éste no cuentan con estrategias de política económica a favor de su crecimiento económico. Kervick (2012) señala que el dinero es sólo un mero instrumento financiero, fabricado por el gobierno en las cantidades necesarias, a un costo virtual de cero, y que existe para los fines de movilizar los recursos alrededor de la economía. Y

añade que siempre podremos crear los instrumentos financieros que necesitamos para alcanzar nuestras metas. El problema reside que cuando las metas son la estabilidad de precios y del tipo de cambio y pierden el control de la política monetaria y fiscal, por lo que no se produce la liquidez necesaria para conseguir el proceso productivo, la creación de empleos y el bienestar general de la población. Si no se consume, se detiene el proceso productivo y con ello la creación de empleos y de riqueza y no se da el dinero incrementado ( $D - M - D'$ ) (Huerta, 2013).

Si los gobiernos recuperan el control de sus monedas y la devalúan, los países deficitarios mejorarán su competitividad frente a naciones como Alemania o Francia, haciendo que éstos frenen sus exportaciones hacia aquellos, incrementado así sus importaciones, mejorando su balance comercial exterior y fortaleciendo las condiciones de pago de su deuda, y en contraste Alemania vería reducido su superávit y su dinámica económica. La banca alemana vería pérdidas al ser los mayores acreedores de las demás economías, las cuales al devaluar su moneda, estarán pagando su deuda con una moneda desvalorizada (Huerta, 2013). Efectivamente, un problema común que se generó en los países de la eurozona fue la pérdida de competitividad de sus productos en los mercados internacionales debido, principalmente, al incremento en el nivel general de los precios (véase gráfica 9). Al respecto, Paul Krugman sostiene que la competitividad de las exportaciones españolas cayó por un aumento en la inflación y los costos que se elevaron con respecto al resto de las economías centrales, Alemania y Francia, y como ocurre en las otras economías europeas con elevados niveles de déficit público, España tampoco pudo devaluar al no contar con un control monetario autónomo (Girón y Solorza, 2013).

Además al incrementar el gobierno su gasto y operar con gasto deficitario, no sería generador de inflación, y su productividad se vería incrementada, así como su capacidad productiva. Al reactivarse la dinámica económica, el gobierno vería incrementada su base de recaudación fiscal, lo que reducirá su déficit y su deuda. De acuerdo con Galbraith (2011) en una crisis se toman medidas temporales (programas de estímulos, reducción de impuestos) que no se desea mantenerlas por siempre. Los programas fiscales de estímulos que se implementaron frente a la crisis de 2008 no se mantuvieron, ante el miedo de que los déficits fiscales se convirtieran en presiones inflacionarias y dieran lugar a elevados niveles de endeudamiento, que pudieran presionar al alza las tasas de interés. No obstante, tales temores eran infundados pues en una situación de depresión, o de bajo crecimiento no se dan las presiones inflacionarias, y en el caso de gobiernos soberanos

que tiene control monetario, no hay posibilidades de que puedan caer en insolvencia, si su deuda está en la moneda que ellos controlan (Huerta, 2013). Al respecto Calvo (2014) señala... *“Hay que señalar que, antes de iniciarse la crisis financiera, las finanzas públicas de algunos estados eran muy frágiles, y ni los mercados ni los responsables de las políticas económicas de los Estados miembros dieron importancia a estas vulnerabilidades. Los paquetes de rescate financiero habilitados para hacer frente a la crisis global desde 2008 y los paquetes de ayuda para el apoyo de la demanda nacional, que se habilitaron en ese periodo, han acabado por deteriorar seriamente las condiciones presupuestarias y económicas de algunos de los Estados miembros de la eurozona, especialmente de los denominados países periféricos”*.<sup>73</sup>

## **2.6 Conclusiones al capítulo**

En las décadas de los años ochenta y noventa las economías desarrolladas experimentaron tasas de crecimiento económico relativamente altas comparadas con las que tuvieron en la década de los años treinta, época conocida como dorada y gloriosa. Aquel crecimiento se logró en buena medida gracias a sus sistemas financiero y bancario. Lo anterior deja ver la duda de la idea del papel “estimulante” del sector financiero, poniéndolo más bien el papel de ser un lastre y coadyuvar a la fragilidad del sistema económico en su conjunto. La crisis financiera de los préstamos *subprime* ciertamente no es ninguna revelación, ni en su estallido, ni en su origen. Entre los culpables se encuentran los especialistas del otorgamiento de créditos destinados a la vivienda, los banqueros, los gerentes de fondos de inversión, las calificadoras de valores y los teóricos de las finanzas quienes llevaron al extremo la lógica del modelo de iniciar y transmitir. En aras de fraccionar y minimizar el riesgo al máximo y traspasarlo a otros agentes económicos incautos generaron las condiciones para el desencadenamiento y el progreso y desarrollo de la crisis financiera. La falta de visión sobre los límites se deriva principalmente de la confianza excesiva en los modelos teóricos que carecen de fundamentos adecuados, una regulación financiera endeble y sobre todo el deseo de generar grandes ganancias de forma fácil y rápida. Evidentemente, la crisis tuvo en sus orígenes dos vertientes, por un lado la intelectual, que consistió en las teorías financieras impartidas en las universidades y en los institutos de investigación los cuales prometieron maravillas y por otro lado, la cuestión moral que no quiso comprender y aceptar a partir de

---

<sup>73</sup> García E. Norberto y Ruesga Benito Santos (Coord.), *“¿Qué ha pasado con la Economía Española? La Gran Recesión 2.0 (2008-2013)”*, Pirámide, 2014, pág. 210.

que momento el sistema financiero se colapsó, y si no se hizo algo al respecto de manera oportuna fue por la avaricia de la clase bancaria y otros intermediarios financieros de querer obtener siempre más ganancias.

Asimismo, la crisis también se explica por el aumento en la incertidumbre, esto es, por el incremento del riesgo desconocido que el sistema financiero no puede administrar de una forma adecuada. Dicha incertidumbre afectó al conjunto del mercado crediticio, transformando un problema de carácter financiero en un problema para la economía real. A pesar de que el impacto de los préstamos *subprime* fue de una magnitud relativamente débil, las reacciones de pánico del público inversionista le hicieron generar mayores proporciones. El mercado crediticio recientemente se ha sostenido de instrumentos financieros cada vez más complejos, como lo es el caso de los CDO, cuyo riesgo es un detonante de falta de pago y que ha derivado a la quiebra reciente del mercado de vivienda. Cabe señalar que no toda innovación financiera es perjudicial ni es una respuesta a la expansión crediticia irresponsable o a la inestabilidad de activos. Algunas innovaciones han sido en verdad útiles al facilitar los pagos y el acceso al crédito, por ejemplo, las tarjetas de crédito o la moneda única europea. No obstante, la fuerza motriz del grueso de las innovaciones financieras de reciente creación, no obedece a la necesidad real fuera de los mercados financieros, a o la conveniencia del público, sino a la inestabilidad de los mercados de activos a medida que la innovación monetaria se expande y el crédito provee liquidez efímera a los mercados. Incluso, existe escasa necesidad financiera de la mayoría de estas innovaciones, ya que los riesgos financieros se protegen de manera más barata y conveniente manteniendo bonos gubernamentales o activos líquidos: los que Keynes denominó “preferencia por la liquidez”. La principal razón por lo que se han mantenido y proliferado los derivados es debido a que los intermediarios financieros los usan para generar beneficios de la inestabilidad financiera y no sólo para eliminar los riesgos inherentes a la inestabilidad, o bien están obteniendo ingresos por comisiones al vender estos instrumentos a sus clientes. El desarrollo industrial puede necesitar del sector financiero, pero la industrialización no requiere de las innovaciones financieras. Un proceso endógeno de innovación financiera puede emerger junto con el desarrollo industrial, Pero dicha innovación no cumple su objetivo social cuando le proporciona a la industria la posibilidad de acumular beneficios a través de operaciones en el mercado financiero, y no, en la empresa industrial, como sería lo deseable (Toporowsky, 2011).

El sector financiero se supeditó a conseguir grandes ganancias para un pequeño número de empresas a través de precios especulativos, apalancamiento financiero, productos derivados y titularizaciones. Todo ellos en aras de incrementar lo más posible las probabilidades de ganancias, aunque con ello, se incrementa de forma paralela el riesgo y las consecuentes pérdidas.

Por otra parte, la moneda única y común presupone una fuerte integración comercial, un nivel elevado de especulación productiva, gran movilidad de factores de producción, flexibilidad de precios y salarios, mecanismos de transferencia presupuestales significativos, así como una simultaneidad de los ciclos económicos. Si bien Europa no satisfacía todos los requisitos establecidos por la teoría económica, la fuerte movilidad de la mano de obra, la construcción monetaria europea bajo un corte neoliberal se puso en marcha a inicios de los noventa (Guillén, 2011). Antes del estallido de la crisis norteamericana, la Unión Económica Europea funcionó aunque la zona euro no fuera óptima internamente. Tanto el Banco Central Europeo (BCE) como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), a través de reglas escritas en cuestión de finanzas públicas, lograron borrar superficialmente la heterogeneidad de las estructuras económicas, políticas y sociales. Una vez que la crisis estalló, los distintos países de la zona euro abandonaron sus autonomías monetarias y las restricciones se endurecieron y las contradicciones se dejaron ver.

La crisis financiera internacional que tuvo un impacto de índole mundial en 2008, no parece haber eliminado el dominio del pensamiento neoliberal que orientan las políticas económicas internacionales desde hace más de 30 años o por lo menos, cuestionado sus fundamentos. Contrariamente, los Organismos Internacionales: el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, han aplicado una renovación en sus programas neoliberales de reformas y reajuste estructural que se implementaron en las economías de Latinoamérica durante la década de los ochenta llevándolas a la llamada “década pérdida” caracterizada por las desigualdades y un aumento de la inestabilidad del sistema económico. Las políticas económicas de austeridad que ahora se recomiendan contra la crisis, dejan a un lado el mensaje keynesiano y ven al Estado como un ente superfluo y parasitario. Dichas políticas imponen a la sociedad una serie de medidas de austeridad, de privatización de los servicios públicos y de flexibilización del sector laboral que impiden el crecimiento y la recuperación económica y enfatizando el desempleo, aumentando la pobreza y la exclusión social como se observó principalmente en Grecia e Irlanda.

Efectivamente, la salida a la crisis no se dará con austeridad fiscal, dado el efecto contraccionista que conlleva. Más bien, se requiere del gasto público deficitario que dinamice la economía, es decir, que incremente la demanda y el empleo, así como las utilidades de las empresas, las familias y el gobierno para hacer frente al pago de sus respectivas deudas. Para ello, es menester que los gobiernos recuperen el control de sus políticas monetarias para financiarse e incrementar sus niveles de competitividad, y así, evitar que la demanda genere déficit en la cuenta externa, que detenga el crecimiento.

Adicionalmente, tenemos la extrema dependencia al mercado de capitales, el sometimiento de las políticas públicas a las condiciones de los acreedores internacionales de la deuda soberana de las naciones europeas, así como una alineación de las soberanías democráticas, en otras palabras, es la subordinación de las políticas públicas y sociales a una comunidad pequeña y externa que no forma parte del tejido social local y es quien paga las consecuencias tanto económicas como sociales. El sector financiero y sus intermediarios, lejos de ser los promotores y coadyuvantes del crecimiento y desarrollo económico, han sido quienes ejercen una influencia política crucial, lo que representa un peligro tanto para la democracia como para la economía real. Los jefes de Estados pueden ser incompetentes o poco agradables pero representan la voluntad de la mayoría de los ciudadanos. En efecto, cuando la voluntad de esta mayoría, puede ser cuestionada por el poder de la economía de una minoría anónima que interactúa a través de los mercados financieros se pone en jaque a la democracia.

Adicionalmente, la redistribución del ingreso a favor del sector financiero conlleva fuertes tendencias recesivas. Se destinan cuantiosos recursos que no se destinan a factores productivos, alimentando así, la corriente especulativa que más, tarde sería uno de los factores principales en detonar la crisis europea actual, así como la conformación de una creciente y abultada deuda externa privada.

Pero la reacción actual y persistente está en priorizar el equilibrio fiscal, el recorte de gastos sociales, los ajustes salariales y la flexibilización laboral (políticas de “ajuste” y austeridad contraccionistas). Mientras que el BCE insiste en una política anti-inflacionaria con beneficios al mercado crediticio y es por esta razón, que en cada ronda de “ajustes” sólo se profundiza más el colapso económico y el descontento social. Por tanto, es esencial el cambio de prioridades macroeconómicas y, en las operaciones de los bancos centrales, principalmente el BCE, para evitar una serie de crisis financieras y económicas.

## Capítulo 3: El Papel del Sector Inmobiliario en la Crisis Financiera Española

*“Generalmente se admite que, en interés público, los casinos deben ser inaccesibles y costosos, y tal vez esto mismo sea cierto en el caso de las bolsas de valores”. Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*

– J. M. Keynes

### 3.1 Antecedentes: 1999-2007

La crisis económica que ha afectado a gran parte de los países desarrollados en los últimos años ha sido caracterizada por su especial intensidad y duración, así como por su carácter generalizado, complejidad y dificultad en su superación. En este sentido, España, que fue una de las economías que registró un auge más notorio en el periodo anterior, resalta por el fuerte retroceso que está experimentando en el mercado laboral, las vicisitudes que encara para su recuperación y los altos riesgos que presentan para una posible recaída (Ortega y Peñalosa, 2012). En un relativo corto espacio de tiempo se ha pasado del llamado “milagro español”, en una economía que producía más de la mitad del empleo anual generado en toda la UE, en el primer lustro del presente siglo, a destruir casi el 50% del total del empleo tras la crisis de 2008.

Una serie de fallos y errores tanto internos como externos dieron como resultado la primera recesión española del 2009-2010. Dichos errores fueron concatenándose hasta generar un escenario altamente vulnerable a la crisis mundial del 2007-2009, la cual amplificó el impacto y alcances de dicha crisis y creó una severa recesión acompañada de alto desempleo (García y Ruesga, 2014).

En efecto, en el periodo que va de 1997 a 2007, los responsables de instrumentar y aplicar la política económica de España acumularon una serie de numerosos errores lo que condujo a una apreciación en términos reales medida por la relación entre el costo laboral unitario real de España con respecto al de Alemania y otros países europeos. Lo anterior provocó una notable pérdida de la competitividad, una caída de la rentabilidad de los bienes comercializables y una reasignación de recursos hacia aquellos no

comercializables, que deteriora el crecimiento de la productividad y de la competitividad en el sector exportador. Dichos errores dieron lugar a un elevado déficit externo, que continuó creciendo durante los siguientes 8 años, lo que provocó una acumulación de saldos deficitarios en la cuenta corriente de la balanza de pagos (García y Ruesga, 2014).

El recurrir constantemente a la financiación externa de Alemania y de otros países de la eurozona para solventar los déficits comerciales, en lugar de instrumentar políticas para contenerlos, basándose en la dudosa expectativa de que la introducción del euro había cambiado estructuralmente los mercados financieros de la eurozona, en una concepción europea de semejante hipótesis sobre la plena eficiencia del sector financiero que tiempo después generó la implosión del sistema bancario estadounidense y que dio origen a la gran recesión mundial de 2007-2008, intensificó los errores previamente hechos en España (García y Ruesga, 2014).

### **3.2 La burbuja inmobiliaria como principal eje de la crisis española**

Los trabajos realizados por Hyman Minsky (1982) y Jan Toporowski (2000) han documentado ampliamente que a todo auge del mercado financiero le sigue un auge de los sectores generadores de los bienes que actúan como colateral a los préstamos que se otorgan durante la fase de expansión de la burbuja financiera. Tradicionalmente los bienes que han servido como garantía en los negocios financieros son las instalaciones físicas de las empresas, terrenos y cualquier modalidad de bien inmueble (Pureco, 2004).

En el mercado inmobiliario son relativamente frecuentes las burbujas especulativas, por ejemplo, a nivel mundial la última gran manía de inversión cuya crisis desencadenó una recesión generalizada que ocurrió a inicios de los años noventa, llevando a la economía japonesa a una de sus peores crisis financieras de su historia. No obstante, nunca antes en la historia los precios de los inmuebles habían crecido tan rápido, a niveles tan elevados y en tantos países, como en el 2002, lo que significó la burbuja financiera más grande la historia, generada por dos factores: tasas de interés históricamente bajas que abarataron el crédito y la pérdida de confianza de las familias hacia el sector bursátil, a raíz de la crisis tecnológica (Pureco, 2004).

En la recuperación económica mundial de 2002, el mercado de la vivienda significó mucho más que un refugio ambiental, incluso varios analistas aseguran que este sector fue el que logró rescatar a la economía mundial de una profunda recesión. Se estima que entre 2001 y 2005 la industria de bienes inmuebles creó 1,100,000 empleos, mientras que el resto de la economía perdió 1,200,000 puestos de trabajo, de hecho la inversión en la construcción de vivienda creció a un ritmo de 9% del 2002 al 2005 (Papadimitriou y Wray, 2007).

Durante el periodo comprendido entre los años 1998 y 2005 tuvo lugar en España una burbuja en el mercado inmobiliario. Dicha situación propició que los precios en el mercado de la vivienda se incrementaran hasta en un 117%<sup>74</sup> en términos reales en promedio en el país ibérico. Paralelamente al incremento en los precios también la oferta de viviendas registró un aumento de más de 5 millones<sup>75</sup> a lo largo del periodo (Bertolín 2014).

De entre las principales causas que originaron la crisis inmobiliaria están la fuerte expansión económica en la que se encontraba el país, lo que estimuló la demanda propiciada por la importante creación de empleos, el cambiante contexto internacional, el ingreso de España a la Unión Europea, con sus respectivas variables macroeconómicas favorables (tasas de interés a la baja, inflación a la baja, tipos de cambio estables) y, principalmente, las grandes facilidades con las que se otorgaron los créditos por parte de las instituciones financieras, así como las expectativas de obtener grandes ganancias derivadas de esta política crediticia irresponsable y riesgosa, la consecuente alza de precios haciendo crecer de manera significativa la demanda. No obstante, a partir del año 2006, comenzó a revertirse la situación y se empezaron a registrar cada vez menos transacciones en las compras inmobiliarias, lo que propiciaría una caída en los precios de los activos, generada por el exceso de viviendas y el incremento en las tasas de interés. Por consiguiente, el sector de la construcción registró una caída en la inversión del sector inmobiliario, pasando de construirse unos 800,000 inmuebles en el año 2007, a poco más de 50,000 para 2013<sup>76</sup>, lo que se tradujo en una contracción de la actividad económica y caída del empleo, y dando lugar a la creación de un círculo vicioso en el que muchas familias, al perder su fuente de ingresos, ya no pudieron hacer frente a los pagos de la

---

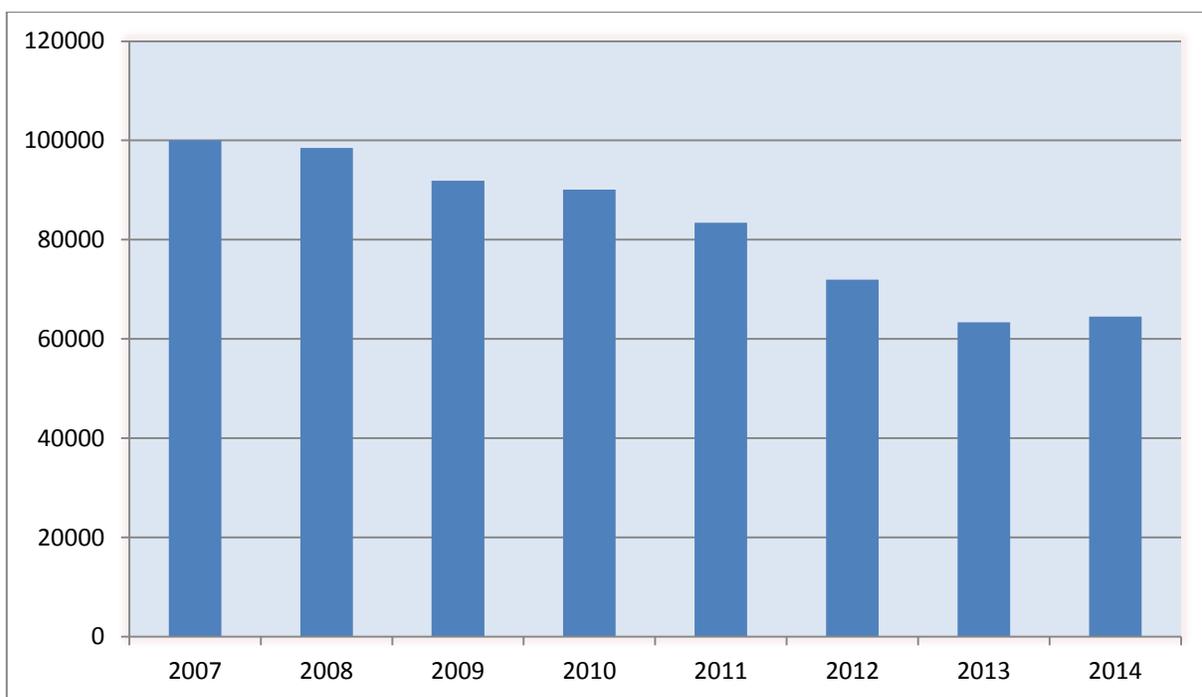
<sup>74</sup> Bertolín, Javier (2014), *“La Burbuja Inmobiliaria Española: Causas y Consecuencias”*, Tesis de Grado, Universidad Politécnica de Cataluña, 2014, pág. 1.

<sup>75</sup> *Ibíd*

<sup>76</sup> *Ibíd*

deuda derivados del inmueble adquirido, trayendo con esto el grave problema de los desahucios con sus correspondientes consecuencias sociales. Asimismo, el sector de la construcción, por la disminución de la actividad económica, contrajo una cuantiosa deuda bancaria, lo que provocó el cierre de muchas empresas, la necesidad de rescatar financieramente a varias instituciones financieras y la pérdida de miles de empleos. Lo anterior propició que España registrara tasas de desempleo por arriba del 25%<sup>77</sup> y un remanente de más de un millón de viviendas sin colocación en el mercado (Bertolín, 2014).

**Gráfica 3.12 Índice de Precios de Vivienda (nueva y usada). Medias anuales, 2007-2014**  
(Cifras en miles de euros)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (España), Año Base = 2007

Después de más de 7 años de crisis económica e inmobiliaria, la situación actual en el mercado inmobiliario español se caracteriza por un paulatino incremento en los precios de las viviendas (véase Gráfica 3.12), principalmente en aquellas zonas de mayor impacto económico; contrarrestando una caída de precios en las zonas de la periferia cercana a las grandes urbes, inclusive pueden llegar a caer más, y hay un inventario próximo al

<sup>77</sup> *Ibíd*em

medio millón de inmuebles que no se podrán colocar en el mercado por mucho que descienda su precios, ya que en estas zonas la demanda potencial presente y futura es prácticamente nula.

### **3.2.1 Creación y estallido de la burbuja inmobiliaria**

Evidentemente, las economías reaccionan de manera distinta ante los ciclos y shocks económicos, estas diferencias pueden estar relacionadas con la conformación del sistema financiero inmobiliario y por el comportamiento del mercado de la vivienda (Catte, 2004).

El sistema financiero inmobiliario y el mercado hipotecario juegan un papel crucial en la economía, pues representan un importante canal de transmisión de la política monetaria, así como la propagación de las crisis financieras. Comprender su comportamiento es para la banca central de particular interés para mantener la estabilidad financiera (Tsatsaronis, 2004).

Uno de los fenómenos más importantes que revelan los diferentes episodios de inestabilidad financiera es la interrelación que se produce entre los riesgos de crédito, especulación y liquidez en situaciones críticas.

Desde comienzo del año 2007, fueron varias las voces advertían una inminente crisis dentro del sistema hipotecario norteamericano derivada del incremento de las moratorias de pago de los créditos *subprime*.

Es válido señalar que una burbuja financiera es el momento en que el valor de las acciones tiene mayor impacto en la economía que lo que la economía misma tiene en el valor de las acciones, es decir existe un alejamiento de la realidad económica que provoca decisiones desvirtuadas de los agentes económicos. Por lo general, la expansión monetaria facilita el endeudamiento y la posibilidad de que dichos recursos se destinen a actividades especulativas. El exceso de liquidez, también suele debilitar la moneda y aumentar la inflación, que fue precisamente lo que aconteció en Estados Unidos.

Por otra parte y como se mencionó anteriormente, la economía española, se ha visto afectada por desequilibrios que había venido acumulado, en la fase de su auge, anteriores a la crisis de 2008, lo que la hacían particularmente vulnerable a modificaciones en las condiciones macroeconómicas o en las propias expectativas sobre su continuidad de dicho auge económico. Indudablemente, el colapso financiero

internacional corrigió las acciones de los excesos inmobiliarios y de alto endeudamiento del sector privado que caracterizó al periodo que precedió a la recesión. Los evidentes desequilibrios macroeconómicos y, de forma particular, el empleo propició de manera negativa sobre la estructura de las finanzas públicas y sobre la estabilidad del sector financiero cuyo balance dejaba ver un inminente riesgo sobre el mercado inmobiliario. La economía española entró en crisis en el segundo trimestre de 2008, iniciando una leve recuperación en el segundo semestre de 2011, sin embargo no se consolidó debido a la intensificación de la deuda soberana.

De 1998 a 2007, la inversión en el sector de la construcción aumentó en España su participación en el PIB de 15% a 22%, sin embargo, más del 70% de dicho incremento fue para el sector inmobiliario. Resulta complejo determinar un referente sobre el nivel apropiado del monto de inversión en el sector de la vivienda sobre el PIB. Particularmente en España, el crecimiento del sector de la construcción representa un peso mayor que el del resto de los países europeos debido al sector turístico y la adquisición de viviendas tanto por extranjeros como por nacionales. De cualquier forma, en el periodo 2000 a 2010, la participación de la inversión en vivienda en España se mantuvo en 12% en promedio del PIB. El sobredimensionamiento supone situar una gran cantidad de recursos en una actividad que registra una baja productividad, con el consiguiente freno a la expansión del producto total (Ortega y Peñalosa, 2012).

Es evidente que la profundidad de la actual crisis inmobiliaria viene determinada por la naturaleza de la crisis internacional, que se gestó en el mercado inmobiliario estadounidense y que se propagó a través de los sistemas financieros internacionales y que todavía hoy enfrentan serios problemas en el contexto de la crisis de la zona euro. En efecto, y cómo señala el economista francés Frédéric Lordon... *“los mercados de derivados son el lugar de todas las paradojas. Por un lado, la acumulación de protecciones genera justo el efecto contrario, bien porque la combinación de los comportamientos de los agentes eleva el riesgo global cuando cada uno cree reducir su riesgo individual, bien porque las estrategias individuales de cobertura tienden a crear por sí mismas errores, al desconocer el alcance de dichos fallos. Parece que, sobre todo en materia de riesgos, pero también en otros ámbitos, los que hablan más “de ello” son los que menos ponen en práctica lo que dicen. Así, mientras que quienes operan en el ámbito financiero multiplican las coberturas porque, al convertirse en reacios a cualquier exposición al riesgo, se protegen literalmente de todo (riesgos de crédito, de contraparte,*

*de tipos de interés, de tipos de cambio y de todos los precios posibles e imaginables) los únicos agentes que permanecen verdaderamente en posición “abierta”, los únicos que sumen realmente el riesgo son... los agentes de la economía real (familias y empresas).<sup>78</sup>*

Sin embargo, en todo caso y a pesar de lo argumentado, parece claro que, incluso con la falta de dicha evidencia internacional que se propagó en 2007, España habría terminado experimentando una crisis inmobiliaria, ya que la trayectoria de los precios y de los recursos reales y financieros, acumulados en el sector no era sostenible. Cuando la dinámica económica del sector se agota, existe un riesgo de que esos excesos se asimilen de forma desordenada, ya que el mercado de la vivienda es un mercado donde las expectativas, el desenvolvimiento de otros agentes y la confianza del consumidor juegan un papel crucial, y estas variables son propensas a modificarse en el corto plazo, dando lugar a cambios bruscos en las decisiones de consumo y, en definitiva, en las principales variables macroeconómicas, como las tasas de interés, la inflación, el tipo de cambio, el nivel de actividad económica y el empleo (Ortega y Peñalosa, 2012).

En resumen, lo acontecido en la actual crisis, deja ver el papel primordial que puede llegar a jugar el mercado inmobiliario en la creación de desequilibrios macroeconómicos. El establecimiento de una política más responsable y rigurosa en materia de otorgamiento de créditos hipotecarios, así como la implementación de otros mecanismos prudenciales, o el uso adecuado de la política fiscal, para garantizar un trato hacendario neutral y justo de la adquisición respecto a la renta, son ejemplos de los instrumentos que están disponibles a las autoridades para delimitar la riesgosa dinámica expansiva del ciclo inmobiliario (Ortega y Peñalosa, 2012).

### **3.3 Primeros episodios de la crisis**

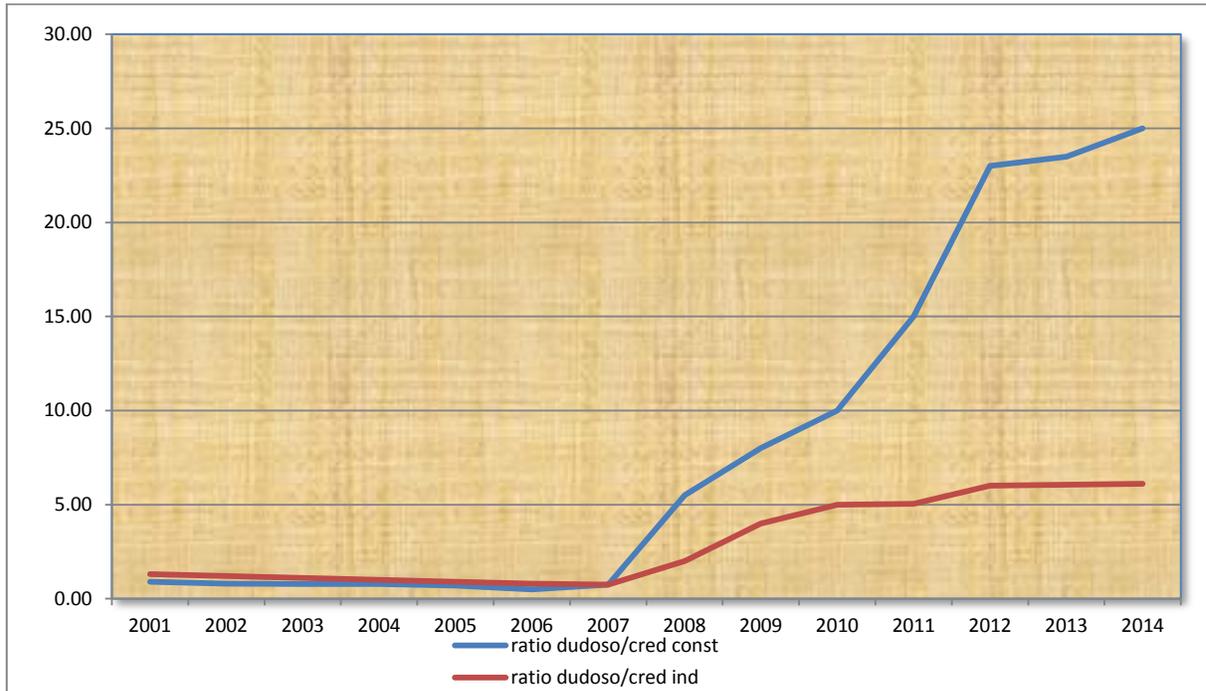
A partir del segundo semestre de 2007, las restricciones de liquidez vinculadas con el cierre del mercado interbancario y de los mercados financieros al mayoreo, así como los incrementos del costo de la deuda en el mercado interno, conllevaron a una importante contracción del crédito por parte de las cajas de ahorro y los bancos españoles. Las expectativas de morosidad y sus efectos sobre las limitaciones crediticias se conformaron desde 2008, año en que la relación del crédito dudoso y el crédito total empezó a

---

<sup>78</sup> Lordon, Frédéric (2009), *“El porqué de las crisis financieras y cómo evitarlas”*, Ed. La Catarata, Madrid, 2009., pág. 83.

incrementarse con énfasis en el sector de la construcción y, en menor grado, en el resto del sector industrial (véase Gráfica 3.13)

**Gráfica 3.13 Relación de créditos dudosos a créditos totales en % del sector de la construcción y la industria, 2001-2014**



Fuente: Banco de España

Ante un panorama creciente de morosidad crediticia, la respuesta institucional estuvo condicionada por la presión existente entre los requerimientos de provisiones con cargo a beneficios para cubrir el incremento de la falta de pago (mora), la adquisición de activos a precios de difícil justificación, así como el cambio temporal de aquellos créditos en los que el acreedor cubría como mínimo los intereses del pasivo, aunque se incumplieran los compromisos de amortización. De cualquier forma, por unas u otras causas, los estados de resultados de las instituciones crediticias españolas empezaron a debilitarse. La consecuente disminución de los beneficios propició efectos desiguales en los que respecta a las cajas de ahorro y los bancos. En todas las instituciones, el deterioro de las cuentas de resultados y pese al decremento de los activos ponderados por el riesgo, supuso consecuencias negativas sobre los niveles de solvencia. La decisión de la venta de acciones de las empresas involucradas dejaba ver serias dudas en un contexto de fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles (García y Ruesga, 2014). En efecto, el sector

bancario español sufrió de manera considerable las consecuencias de la crisis. Así, si bien la exposición directa a los productos *subprime* americanos era marginal, los desequilibrios y debilidades que acumuló en la etapa del *boom* inmobiliario han pasado factura en forma de caída de beneficios, incremento de la morosidad y dificultades para el refinanciamiento en los mercados internacionales el alto nivel de deuda. De esta forma, en el corto plazo, se ha cambiado el discurso de las fortalezas del sector bancario español a los retos futuros, por el de un profundo proceso de reestructuración de dicho sector (Maudos, 2011).

Si bien las cajas de ahorro han protagonizado hasta ahora el proceso de reestructuración como consecuencia de los desequilibrios acumulados en la fase del auge del ciclo, también los bancos han estado pagando las consecuencias derivadas de la crisis (Maudos, 2011).

La evolución del sector bancario español a partir de 2007 ha estado fuertemente marcado por el impacto de la crisis y el término de la etapa del *boom* inmobiliario. En el plano internacional, y tras la caída del banco de inversión Lehman Brothers, la ausencia de confianza en los mercados financieros condicionó las posibilidades de acceso de los bancos españoles a la financiación de los mercados mayoristas. En el contexto nacional, la contracción de la actividad económica (con el correspondiente incremento del desempleo, y la alta exposición de la banca al sector inmobiliario son los principales motivos que afectan a los resultados bancarios. En ambos casos, tanto la crisis económica como la ruptura de la burbuja inmobiliaria se generó un marcado crecimiento en la morosidad bancaria, lo que representa un elemento de presión para la solvencia del sector (Maudos, 2011).

Por otro lado, debido a la aplicación del criterio de valoración a precios de mercado, que obligaba a revisar el balance de los activos ante los cambios de los precios de los títulos mercantiles, los estados de resultados, dentro de sus estados financieros, se veían seriamente afectadas. La consecuente asignación de activos, como dádiva en pago de los créditos en mora de los promotores, deterioró adicionalmente la situación del mercado de vivienda, al intentar colocar dichos inmuebles a precio muy bajos que los del mercado sugiriendo un fuerte ajuste de cantidades, con los consiguientes efectos sobre la producción, la actividad y el empleo del citado sector (García y Ruesga, 2014).

La crisis económica y financiera española comenzaba a crear consecuencias a niveles que rebasaban las capacidades de la clase política (autoridades gubernamentales). El brusco aumento de los activos morosos, y la adquisición de activos inmobiliarios como resultado de la compensación de deudas crediticias, ocultaba una exposición al riesgo que ascendía a los 100 mil millones de euros, representando un 46% del riesgo inmobiliario (García y Ruesga, 2014).

A pesar del optimismo de las autoridades, se iniciaban serios problemas como la acumulación de activos tóxicos en los estados financieros de las instituciones bancarias. La consecuente creación de un producto complejo, las participaciones preferentes<sup>79</sup> donde toda lógica financiera aconsejaba no colocarlo entre clientela tradicional. Sin embargo, en un contexto tan complicado bancos y cajas de ahorro “conscientemente” trataron de colocar las preferentes entre los ahorradores minoristas, en lugar de hacerlo entre el mercado mayorista, inclusive entre sus propios empleados, ya que tenían más derecho. El volumen total de acciones preferentes emitidas en España desde 2002 hasta mayo de 2011 fue de 30 mil millones de euros (con relación al 3% del PIB español). Desde esa fecha, los grandes bancos (Santander, BBVA y Sabadell) han canjeado 18,700 millones de euros, y restan sin canjear en torno a 11,300 millones de euros colocados mediante las cajas de ahorro<sup>80</sup>. Unas participaciones preferentes que, para desesperación de los pequeños ahorradores, tras el rescate bancario están sometidas a importantes e injustificables quitas de capital (García y Ruesga, 2014).

### **3.3.1 Sobreendeudamiento externo público y privado**

#### *Dinámica de la deuda: privada contra pública*

Desde los inicios de la crisis, el sector público y el privado han presentado un comportamiento simétrico: mientras que la situación financiera del primero se agravó seriamente, la de los familias y las empresas no financieras pasó de ser deficitaria a superavitaria, debido en parte al constante ajuste de la inversión en activos fijos.

---

<sup>79</sup> Las participaciones preferentes son un instrumento híbrido de capital, que no proporciona derechos participativos en los órganos secretarios. Su rentabilidad normalmente es fija, pero puede ser variable con la evolución de los beneficios de la entidad financiera. El pago de los rendimientos está cautelado a la obtención de beneficios de la misma, y la ausencia de beneficios significa la anulación del rendimiento. La clave de todo el proceso comercializador descansa en la existencia o no existencia de una “buena praxis” por parte de las entidades financieras, una condición que no ha quedada garantizada en el sector bancario español en todos los casos.

<sup>80</sup> García E. Norberto y Ruesga Benito Santos (Coord.), “¿Qué ha pasado con la Economía Española? La Gran Recesión 2.0 (2008-2013)”, Pirámide, 2014, pág. 167

Aproximadamente el 80% de la deuda pública se instrumenta a través de valores negociables en el mercado financiero y tan sólo el 20% se canaliza por medio del sector bancario. De tal forma, el nivel de deuda de hogares y empresas se ha reducido en 22 puntos del PIB respectivamente, en tanto el sector público ha duplicado su endeudamiento, alcanzando una deuda total del sistema económico a una cuota aproximada al 350% del PIB.<sup>81</sup>

En 2014, la economía española registró un ahorro neto positivo de 15,000 millones de euros, esto es, 1.5% del PIB, este es el primer dato positivo después de quince años consecutivos de necesidades de financiamiento externo. En este contexto, el mayor desequilibrio se registró en 2007, año en el que el ahorro neto negativo de la economía alcanzó el 10% del PIB. El paso de un -10% a 15% del PIB del ahorro neto en un lapso de seis años significó cambiar la contribución de los principales sectores institucionales a la posición exterior de España (Baliña y Berges, 2014).

En suma, los hogares pasaron de registrar una posición de ahorro negativa de casi el 3% del PIB en 2007 a una positiva de 2.5% del PIB en 2014. Inclusive, el cambio registrado por las empresas no financieras ha sido más impactante: al inicio de la crisis, sus necesidades de financiamiento ascendían al 11% del PIB, y a finales de 2014 el ahorro neto generado por las mismas era de 44,000 millones de euros, esto es, el 4.3% del PIB (Baliña y Berges, 2014).

El déficit público corresponde a la contrapartida del ahorro neto positivo del sector privado. Para 2007, el conjunto de administraciones públicas alcanzó un superávit del 2% con relación al Producto Interno Bruto, seis años después, la posición financiera neta del sector público fue deficitaria en un 7% del PIB. Inclusive, el desequilibrio en las cuentas públicas fue aún mayor en 2012 (-10.5% del PIB), una vez aplicadas las ayudas que realizó el Estado en favor del sector bancario (Baliña y Berges, 2014).

Tiene repercusiones relevantes para las dinámicas de las deudas un comportamiento tan simétrico del ahorro neto como lo es un incremento considerable del nivel de deuda pública con una disminución de la deuda privada (Baliña y Berges, 2014).

---

<sup>81</sup> Baliña, Sara y Berges, Angel (2014), "*Flujos Financieros y dinámica de la deuda en España*", Cuadernos de Información Económica, Núm. 240, mayo-junio, 2014.

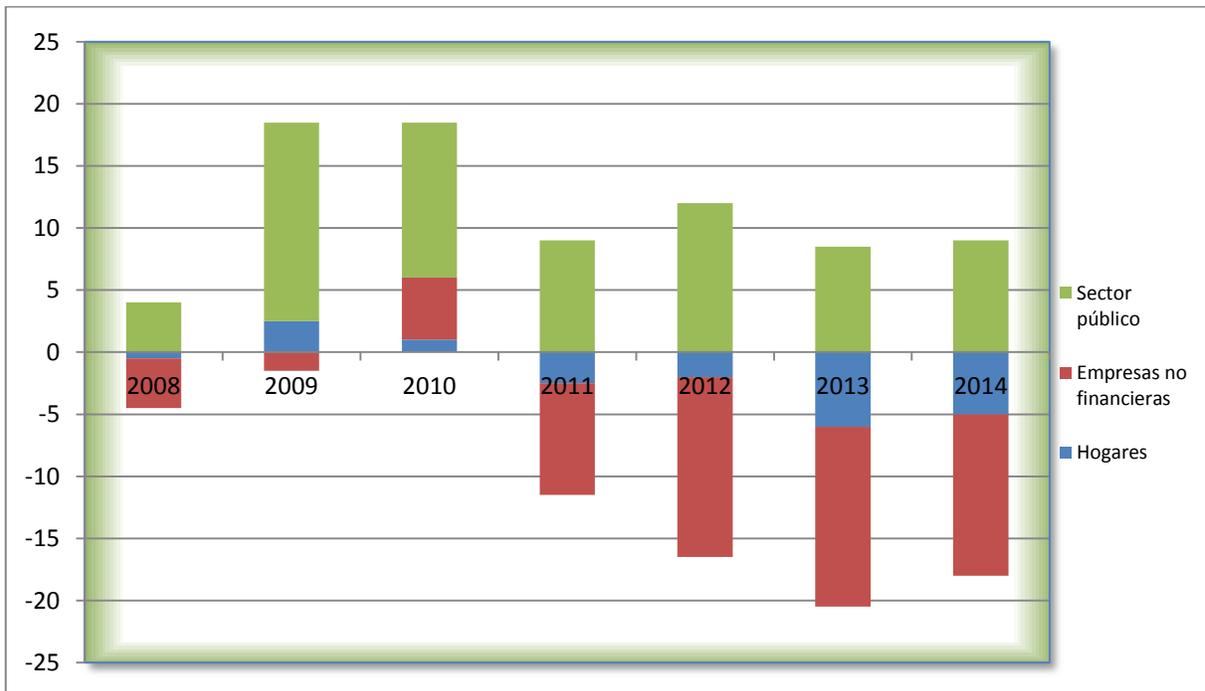
**Cuadro 3.4. Dinámica de la deuda de España: pública y privada 2007 y 2014, (% del PIB)**

% PIB	2007	Máximo ciclo (2010)	2014	Variación 2014-07	Variación 2014-máx ciclo
Hogares	89	93	83	-6	-10
Empresas no financieras	200	198	171	-28	-27
Sector público	36		94	58	
<b>Total</b>	<b>325</b>		<b>348</b>	<b>23</b>	

Fuente: Banco de España

De esta forma, el Cuadro 3.4 y el Gráfico 3.14 muestran la dinámica de la deuda, desde 2007 hasta 2014 de los sectores institucionales público y privado, expresada en términos del porcentaje del PIB (Baliña y Berges, 2014).

**Gráfica 3.14 Dinámica de la deuda de España: pública y privada, 2007-2014 (% del PIB, variación anual)**



Fuente: Banco de España

A partir de estos datos, se puede deducir que la economía española inició la crisis con un nivel de deuda total del 325% del PIB en 2007, de la cual menos de un 40% del PIB era

deuda pública. Siete años de crisis han generado un incremento general del endeudamiento hacia niveles del 350% del PIB (Baliña y Berges, 2014).

*Instrumentos de deuda: préstamos bancarios, financiación en mercados y deuda comercial*

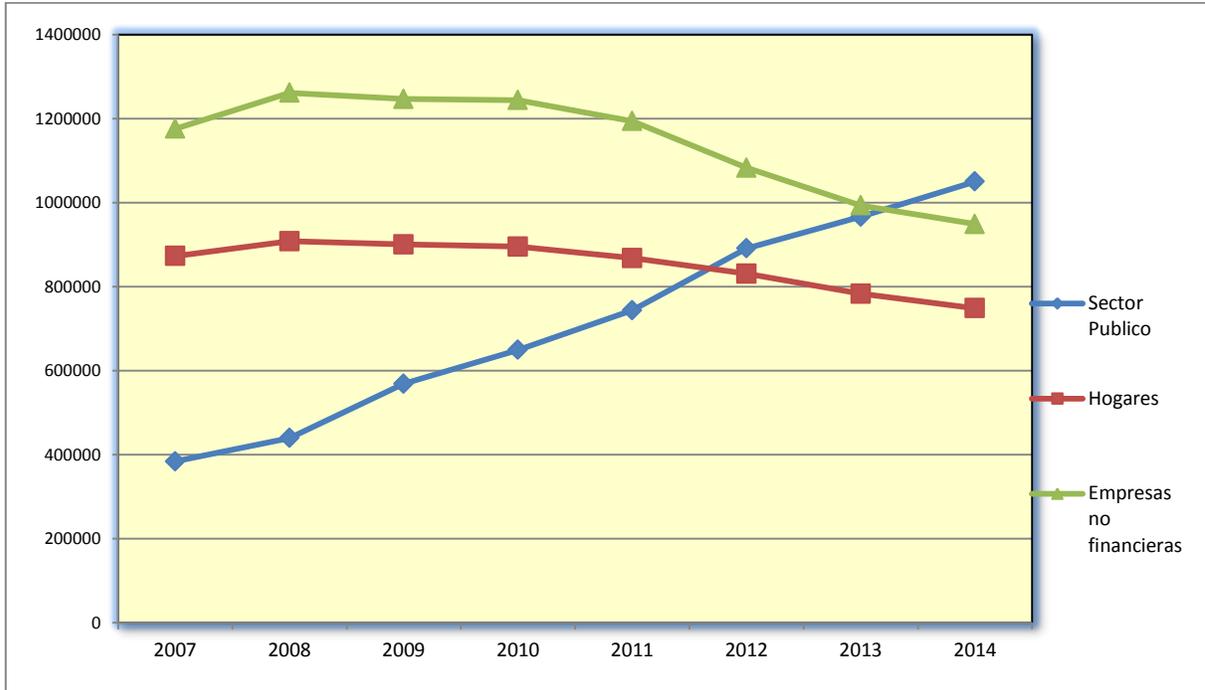
El papel desempeñado por los distintos instrumentos de deuda en los cambios observados en la dinámica de endeudamiento agregado es un factor relevante. En la medida en que la actual crisis ha dañado de manera particular al sector bancario, comprometiendo su función tradicional de proveedor de crédito al sistema económico, una de las principales preocupaciones radica en la capacidad de España para conseguir fuentes de financiamiento no bancarias que contrarresten las restricciones crediticias (Baliña y Berges, 2014).

El proceso de endeudamiento de los distintos sectores institucionales a lo largo de la crisis va a tener un doble efecto sobre el papel relativo de la financiación bancaria frente a la que se refiere en el mercado. El apalancamiento del sector público se ha sustentado en la emisión de valores, en tanto el desapalancamiento privado se ha basado en los préstamos bancarios (Baliña y Berges, 2014).

*Dinámica de la deuda en España por instrumento y sector institucional (% del PIB)*

En síntesis, la deuda total se ha incrementado en casi 40% de 2007 a 2014 con un evidente reequilibrio de los deudores y los instrumentos de deuda. El desapalancamiento de los sectores privados, conformado por los hogares y las empresas no financieras, por casi 30% del PIB, se ha visto compensado por el apalancamiento del sector público, como se señaló anteriormente. La financiación basada en valores frente al sector bancario se vislumbra por el alto protagonismo de la emisión de valores en el financiamiento del sector público, acompañado de la pérdida de importancia de la financiación bancaria y comercial en la deuda de hogares y empresas no financieras, es decir, existe una “orientación a la banca” por parte de sistema financiero español (Baliña y Berges, 2014).

**Gráfica 3.15 Evolución de la deuda del sector público y privado (hogares y empresas no financieras), 2007-2014  
(Millones de euros)**



Fuente: Elaboración propia con datos de eurostat

La dinámica en el futuro de la deuda española dependerá del comportamiento relativo de los distintos sectores institucionales (véase cuadro 3.4), así como del papel que desempeñen el sector bancario y los mercados como fuentes de financiamiento. Con respecto al sector público, sin duda, su dinámica de endeudamiento en los siguientes años no puede reflejar el perfil observado hoy en día. Con relación al sector privado (hogares y empresas no financieras) se prevé que su proceso de desapalancamiento aún no ha concluido (Baliña y Berges, 2014).

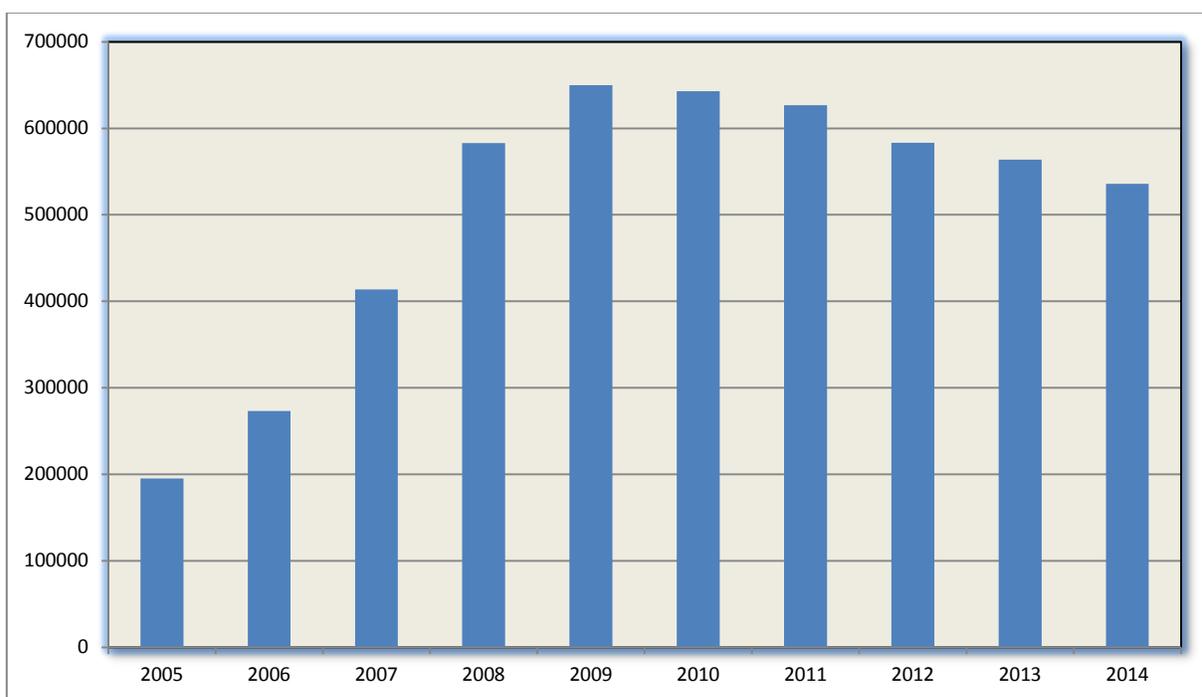
### 3.3.2.1 Inversión y endeudamiento en el sector de la vivienda

Como se señaló anteriormente, de 1998 a 2007, la inversión en el sector de la construcción aumentó en España su carga en el PIB de 15% a 22%. Sin embargo y posteriormente la inversión en vivienda, que había registrado una expansión muy fuerte en el periodo de auge, hasta rebasar el 12% del PIB, fue reduciendo su peso en el PIB hasta menos del 7% para el 2011 por debajo de su mínimo anterior, tendencia que aún no ha concluido.

Las particulares características del sector de la construcción en viviendas, fuertemente apalancado y con un largo periodo de producción de las residencias, provocaron que en 2008 y 2009 siguieran construyéndose y concluyéndose las viviendas iniciadas antes del comienzo de la crisis y que las empresas inmobiliarias acumularan montos elevados de deuda, al no poder liberarse de sus cargas financieras mediante la colocación de dichos inmuebles<sup>82</sup>, siguiendo el ciclo normal.

De tal forma, en estos años se creó un elevado stock de inmuebles sin vender (véase Gráfica 3.16), que deprimió los precios y evaporó toda perspectiva de una rápida recuperación del sector, propiciando una caída del número de viviendas iniciadas.

**Gráfica 3.16 Stock de viviendas nuevas sin vender, 2005-2014**



Fuente: Ministerio de Fomento

Actualmente, España sigue digiriendo lentamente el volumen de casas nuevas sin vender que dejó el estallido de la burbuja inmobiliaria. El stock de pisos de nueva construcción se

<sup>82</sup> El hecho de que las viviendas iniciadas antes del desplome de la demanda siguieran construyéndose en los años siguientes pudo haber contribuido a suavizar de alguna manera el efecto de la crisis inmobiliaria en la actividad, pero el coste de hacer los descensos más prolongados, al haber seguido incrementando la deuda de los promotores inmobiliarios y haber deprimido a mediano plazo las perspectivas del sector, en la medida en que incrementó el exceso de oferta.

redujo el año pasado en un 5% respecto a 2013, hasta los 535.734, según el Ministerio de Fomento. Los restos de la burbuja se concentran allí donde se construyó a destajo en tiempos de bonanza, de modo que las provincias con más viviendas desocupadas sobre el parque total son Castellón, Almería y Toledo. El sector advierte de que buena parte de esos inmuebles, sobre todo los que están mal ubicados, difícilmente hallarán salida (Véase gráfica 3.16).

En tales circunstancias se registraron incrementos sustanciales de la morosidad de las empresas inmobiliarias, la consecuente quiebra de alguna de ellas y el deterioro de los balances de algunas instituciones bancarias.

El ajuste de los precios de las viviendas está siendo mayor al registrado en los ciclos de fines de los años setenta y principios de los años ochenta, en contraste. La fuerte volatilidad de la inversión residencial y de los precios de la vivienda, y las consecuencias cíclicas que conllevan son aspectos importantes para extraer lecciones futuras (Ortega y Peñalosa, 2012).

### **3.3.3 La transmisión de la crisis de las hipotecas *subprime***

Posterior a la crisis tecnológica de inicios del año 2000, llamada “*punto.com*” y en un entorno de tasas de interés bajas, las economías internacionales experimentaron una etapa de expansión económica en todos sus aspectos. Ciertamente, los primeros “síntomas” iniciaron en Estados Unidos, donde la inversión en el mercado de vivienda suponía una inversión segura. El sector bancario, con tasas de interés tan bajas, comenzaron a otorgar créditos a todo tipo de solicitantes, buenos y malos en solvencia, en búsqueda de una mayor rentabilidad. De tal forma que buscaron dicha rentabilidad en familias con bajos ingresos y con alta probabilidad de no poder hacer frente a la hipoteca, dichas familias constituyeron las llamadas *subprime*.

La crisis de las hipotecas *subprime* es una crisis financiera, generada, como se ha mencionado, por una expansión crediticia, extendida originalmente por los mercados financieros de Estados Unidos y que fue la señal que puso la atención en las hipotecas “basura” de Europa desde mediados del año 2006 y que se evidenció dos años después con el estallido de la crisis financiera internacional de 2008. Se considera el detonante de la crisis económica de 2008-2015 desde un contexto internacional, incluyendo la burbuja inmobiliaria en España.

Evidentemente, España, junto con las economías menos desarrolladas de la Unión Europea, no fue compradora de éstos activos “tóxicos” procedentes de Estados Unidos, epicentro de la crisis, sin embargo, estar al cobijo del euro le permitió, durante casi una década, lograr un sólido crecimiento económico sustentado en el endeudamiento masivo de empresas y familias, conocido como “el milagro español”, contraído en los mercados financieros internacionales, intermediado por el sistema bancario español y destinado principalmente en el sector inmobiliario (Torrero, 2010).

Los créditos hipotecarios que se concedieron tenían la siguiente secuencia:

- Una entidad financiera especializada otorgaba créditos hipotecarios para, acto seguido, cederlos a algún banco.
- La entidad financiera los cedía, sacándolos de sus estados financieros, a otra entidad especialmente dedicada a la tenencia de estos créditos, que obtenía recursos a través de la emisión de bonos en el mercado con su respectiva garantía.
- Ese “paquete” de créditos era dividido en tramos según la calidad de los mismos. Los tramos de mayor calidad, es decir los de menor riesgo, ofrecían un mayor rendimiento y viceversa.
- El riesgo era evaluado y medido por las empresas calificadoras de valores (Moody’s, Standard & Poor’s)
- Las participaciones en esos tramos eran vendidas a los inversores finales, que pretendían conseguir una rentabilidad superior a la de otros activos.

De tal manera que al otorgante de crédito lo que le interesaba era la colocación del mismo, el riesgo, la calidad del prestatario, es decir, todo lo que es esencial para un contrato de crédito no era cuestión suya, si no de las agencias calificadoras de valores que lo medían con estadísticas pasadas. Como las hipotecas *subprime*, otorgadas de forma masiva, eran un fenómeno reciente, los datos disponibles correspondían a un periodo reducido en el cual el incremento de precio de la vivienda había sido prácticamente continuo (Torrero, 2010).

Dichas participaciones que tenían derecho a percibir los rendimientos de los créditos hipotecarios se distribuyeron mundialmente. Por ejemplo, la financiación de la compra de la vivienda de una familia en Ohio, Estados Unidos, corría a cargo de un fondo de pensiones de los empleados municipales de Osaka, Japón (Torrero, 2010).

La desconfianza se propagó cuando estos instrumentos financieros alcanzaron una gran complejidad y empezaron a producirse fallos en los créditos hipotecarios, con precios inmobiliarios a la baja. Se desconocía la ubicación, el impacto y, por ende, la valorización que los títulos tenían. La desconfianza se contagió al sector bancario que colapsó al mercado interbancario, es decir, al mercado mayorista que intermedia las ofertas y demandas de crédito entre las instituciones bancarias (Torrero, 2010).

De tal forma que el instrumento de propagación fue la titulización del crédito, no únicamente del hipotecario sino de todo tipo de créditos, aunque el de la vivienda haya jugado un papel crucial, particularmente, para la economía española. El negocio no consistía en evaluar el riesgo a partir del conocimiento del deudor, son en la concesión y sucesivas transmisiones, evaluaciones mediante procedimientos estadísticos, y obtención de liquidez en los mercados financieros mayoristas. Cuando se eliminó este mecanismo, el riesgo recayó en el sector bancario, que tienen seguro de depósitos y, en cualquier caso, la garantía gubernamental implícita de intervención ante cualquier amenaza de un pánico financiero (Torrero, 2010).

Las instituciones bancarias recabaron liquidez a través de la técnica de retirar de sus activos los recursos prestados por la vía de bonos con obligación colateral o, por sus siglas en inglés, CDO's u otras obligaciones respaldadas por paquetes de activos corporativos e hipotecarios.<sup>83</sup> El riesgo que representaban las *subprime* habría sido transferido a los bonos de deuda y a las titulizaciones, y de ahí a fondos de pensiones y e inversiones<sup>84</sup>. Inclusive, las entidades de valoración de riesgo (Standard & Poors ó Moddy's) tras la crisis comenzaron a ser investigadas por su posible coacción y responsabilidad<sup>85</sup>, y sólo cuando la crisis estalló, las agencias de calificación de riesgo endurecieron sus criterios de valoración<sup>86</sup>. De igual forma, los legisladores norteamericanos y europeos comenzaron a utilizar un endurecimiento en los criterios de concesión de hipotecas.<sup>87</sup>

---

<sup>83</sup> Diario "El País", publicado el 16 de agosto de 2007.

<sup>84</sup> Diario "El País", publicado el 19 de agosto de 2007.

<sup>85</sup> Del diario "Invertia", Jueves, 16 de agosto de 2007, "La Comisión Europea investigará a las agencias de calificación de riesgo, como Standard's & Poors (S&P) ó Moddy's, por su lenta respuesta a la crisis de las hipotecas de alto riesgo o hipotecas "subprime" de Estados Unidos, informa hoy el diario "Financial Times".

<sup>86</sup> Diario "El País", publicado el 16 de agosto de 2007.

<sup>87</sup> Diario "El País", publicado el 11 de febrero de 2008.

En efecto, para poder haber llegado a la crisis de la deuda soberana ha sido necesaria una crisis financiera, económica y de confianza en todos los aspectos y serias dificultades políticas para lograr las medidas necesarias para conseguir los pasos que se necesitan y solventar dicha situación. El proceso de titulización de activos supone el epítome de la crisis financiera. Como se ha señalado, se trata de un instrumento complejo orientado a la dispersión del riesgo, usado por la banca de inversión, que acabó ayudando a la concentración del riesgo en un relativamente reducido número de instituciones financieras. La elevada concentración del riesgo, así como el papel de las Agencias Calificadoras de Valores son factores que ayudan a explicar el colapso de los mercados a nivel internacional.

### **3.4 La recesión en la economía española, 2009-2014**

#### *Periodo 2009-2010*

La primera recesión española que comprende el periodo 2009 al 2010 es resultado de una serie de fallas y errores tanto internos como externos que fueron conjuntándose hasta generar un contexto muy propenso a la crisis mundial del 2007, que maximizó el impacto de tal crisis y creó una fuerte recesión con elevados niveles de desempleo.

En el periodo 1999-2007, los hacedores de la política económica en España acumulan una serie de errores que conduce a una apreciación real medida por la relación entre el costo laboral unitario real español con respecto al de Alemania y otras economías europeas, conllevándola a niveles bajos de competitividad externa y reflejándose en sus cuentas exteriores. De tal forma, lo anterior provoca una pérdida de competitividad, reasignación de recursos y caída de la rentabilidad en bienes comercializables, que repercute en el crecimiento de la productividad y la disminución de la actividad en el sector exportador. Esto se traduce en un elevado déficit comercial, que provoca una creciente acumulación de saldos deficitarios en la cuenta corriente de la balanza de pagos española (García y Ruesga, 2014).

Los errores anteriores se maximizan por la opción de utilizar de manera recurrente la financiación eterna de Alemania y otras economías de la eurozona para hacer frente a esos déficits, en lugar de aplicar políticas orientadas a contenerlos, fundamentándose en la endeble visión de que la introducción del euro había cambiado de forma estructural los mercados financieros de la eurozona, en una visión europea de la misma hipótesis de la

llamada plena eficiencia de los mercados financieros que tiempo después dio lugar a la implosión del sistema financiero estadounidense y provocó la gran recesión mundial de 2007-2009 (García y Ruesga, 2014).

Después de seguir esta política por varios años, el endeudamiento externo privado de España se incrementa a niveles inéditos lo que propicia una fragilidad externa de grandes proporciones. Aunado a esto, las decisiones económicas estimulan al sector bancario a echar mano de dicho flujo de financiación externo, maximizado por el apalancamiento, para expandir el crédito a tasas altas y financiar la construcción de viviendas y edificios en general. El incremento de los precios de la vivienda y obras civiles, manifestada ya en burbuja, continúa su ascenso hasta que se deja sentir el impacto de la crisis mundial de 2007-2009 (García y Ruesga, 2014). *“La principal razón por la que los expertos y muchas entidades nacionales y supranacionales no pudieron señalar a las autoridades los errores cometidos, es que resulta muy difícil convencer a alguien de los fallos y errores cuando la economía exhibe un proceso de crecimiento aparentemente sólido que genera gran cantidad de empleos”*.<sup>88</sup>

La crisis mundial de 2007-2009 actúa como detonante, ya que crea la implosión del modelo basado en la financiación externa en la cual basó su crecimiento la economía española y pone en evidencia el costo de una enorme endeudamiento externo, sujeto a la consideración de la banca acreedora y las agencias calificadoras de valores, quienes determinan el riesgo, provoca el estallido de la burbuja de precios de activos inmobiliarios, y detiene la expansión del crédito interno y con ello la actividad de la construcción y sectores relacionados, generando así una elevada tasa de desempleo (García y Ruesga, 2014).

#### *Periodo 2010-2011*

Este periodo denominado como de “viraje” se caracteriza por lineamientos de política económica orientados al recorte cauteloso y gradual del gasto público en un entorno en el que la economía española se encontraba lejos de su recuperación y la política monetaria del BCE no compensaba la contracción fiscal. De tal forma que la relación déficit público/PIB se reduce de 11.2% del PIB en 2009 a 9.7% en 2010 y de allí a 8.4% en el 2010 (véase cuadro 3.5)

---

<sup>88</sup> García E. Norberto y Ruesga Benito Santos (Coord.) (2014), *“¿Qué ha pasado con la Economía Española? La Gran Recesión 2.0 (2008-2013)”*, Pirámide, 2014, pág. 319.

**Cuadro 3.5 Indicadores seleccionados de España, 2000-2014**  
(% del PIB)

Año	Crecimiento anual PIB (%)	Tasa de desempleo (%)	Déficit público/PIB (%)	Deuda pública/PIB (%)	Balanza comercial/PIB (%)
2000	5.10	11.70	-0.90	59.40	-3.10
2001	3.70	10.50	-0.50	55.60	-3.20
2002	2.70	11.40	-0.20	52.60	-3.80
2003	3.10	11.40	-0.30	48.80	-4.60
2004	3.30	10.90	-0.10	46.30	-6.40
2005	3.60	9.20	1.30	43.20	-8.20
2006	4.10	8.50	2.40	39.70	-9.60
2007	3.80	8.30	1.90	36.30	-10.40
2008	0.90	11.30	-4.50	40.20	-8.50
2009	-3.70	18.10	-11.20	53.90	-5.10
2010	-0.10	20.10	-9.70	61.50	-4.90
2011	0.70	21.70	-8.40	69.30	-2.50
2012	-1.40	25.10	-10.40	76.50	0.30
2013	-1.70	26.50	-6.90	93.70	0.50
2014	1.40	23.60	-5.90	99.30	2.50

Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

Dicha disminución gradual del déficit público no representa una contracción importante adicional: se desacelera el ritmo de caída del PIB en 2010 a -0.10% y se consigue tan sólo un 0.7% de crecimiento en 2011 debido al desempeño de las cuentas externas, particularmente por la caída relativa en el sector importador. Posteriormente, en 2010-2011 la economía española consigue disminuir el déficit público con relación al PIB en 2.8 puntos, con una política muy gradual de reducción del déficit, en detrimento de seguir prácticamente estancada, pero con el desempleo creciendo desde 18.9% en 2009 a 21.7% en 2011. Sin embargo, para 2011 se vislumbra el incremento de la prima de riesgo, lo que cambia la opinión de aquellos que tanto dentro como fuera del país insisten en una disminución drástica y rápida del déficit público (García y Ruesga, 2014).

#### *Periodo 2012-2014*

La orientación de la política presupuestaria ha mostrado en los últimos años un grado de sincronía relativamente elevado entre las economías europeas, con un matiz marcadamente expansivo en los primeros años de la crisis, pero que cambió su orientación a partir de 2010 una vez que dio inicio la crisis de la “deuda soberana” en Europa, como se señaló anteriormente (Ortega y Peñalosa, 2012). No obstante, es pertinente señalar la importancia de tratar de delimitar en qué medida la crisis económica y financiera ha cambiado la percepción sobre la capacidad estabilizadora de la política

fiscal, cuyo tema ha sido motivo de intensos debates y análisis exhaustivos (Malo de Molina, 2011).

Para el caso particular de España, la segunda recesión comprende el periodo 2012-2014. La nueva administración que toma posesión en 2012 olvida la gradualidad y cautela que procuraba la administración anterior e instaura de manera tajante, con seguridad y certeza, la política de austeridad fiscal extrema, que busca inicialmente disminuir la relación de déficit público/PIB del 8.4% registrado en 2011 al 3% en dos años.<sup>89</sup> Lo anterior es acompañado con un intento de reforma para bajar los salarios nominales y el saneamiento del sector bancario, que implica el uso de financiación de la eurozona y el cierre de varios bancos y cajas de ahorros (García y Ruesga, 2014). Sin embargo, como señala Carrasco (2014), las políticas instrumentadas, tanto en España como en Europa, han atacado los problemas estructurales que estuvieron detrás de su formación, ya que para salir del estancamiento económico y contrarrestar la alta tasa de desempleo, se debería dejar de lado la “panacea” de la austeridad y llevar a cabo medidas que estimulen a la demanda (Carrasco, 2014).

La política de austeridad fiscal extrema fue justificada argumentando que ésta reduciría la prima de riesgo de los bonos soberanos españoles y provocaría un entorno de confianza entre el público inversionista, e induciría de igual forma confianza en las decisiones de inversión privada en España (García y Ruesga, 2014).

No obstante, la nueva administración no logra su objetivo, ya que el fuerte recorte del gasto público y el incremento de impuestos provoca otro shock recesivo en 2012, 2013 y 2014. Al generar estos shock recesivos, se registra un incremento de hasta 10.4% del PIB en 2012, muy por encima de su objetivo anual y mayor también al alcanzado en 2011, antes de la aplicación de la austeridad fiscal extrema. En 2014, la relación déficit público/PIB también se ubica por arriba del objetivo anual y registra 5.9%. Dicho shock recesivo de dos años incrementa la tasa de desempleo del 21.7% en el 2011 a 23.6% en 2014 (García y Ruesga, 2014).

De entre las principales razones que explican el fracaso de la política de austeridad fiscal extrema destacan: 1) en un entorno recesivo, una disminución importante del déficit público generará una mayor recesión, y con ello mayor déficit público, a menos que se

---

<sup>89</sup> Al chocar con la realidad, ese objetivo es abandonado y reemplazado por un plazo mayor para alcanzar la meta del 3%.

vea contrarrestado por una política monetaria compensatoria y/o por un impulso muy elevado del sector exportador; si el BCE no ejerce una política monetaria expansiva, el crecimiento de las exportaciones no puede compensar la política contraccionista fiscal interna; 2) basado en estimaciones de los multiplicadores fiscales muy por debajo a los reales, el programa de ajuste fiscal en España, subestima el impacto recesivo de un recorte del gasto fiscal, y 3) la política monetaria del BCE no compensa lo drástico del ajuste fiscal, y durante mucho tiempo sigue orientada en promover la estabilidad de precios, el equilibrio macroeconómico y no en la recuperación de la economía, no sólo la española, sino en las de la zona euro (García y Ruesga, 2014).

Como se mencionó, el déficit público y el recorte del gasto no fueron acompañados por una debida política monetaria expansiva que compensara el efecto contractivo de dicha política fiscal. De tal forma que la salida para España a la recesión estaría en una adecuada combinación de una política de contracción fiscal más gradual, con una política del BCE expansiva para coadyuvar de manera directa a una posible recuperación, en conjunción de una estrategia poderosa y eficiente de promoción y diversificación de la actividad exportadora, con la finalidad de superar el problema de la sobrevaluación del euro (García y Ruesga, 2014).

La política de austeridad fiscal extrema dio prioridad al recorte del gasto en vez de instaurar una política inteligente aplicada a los ingresos fiscales, particularmente, desde la tributación.

### **3.4.1 Ajuste de precios en el sector inmobiliario**

A partir de 2007, el punto máximo de la burbuja inmobiliaria, los precios comenzaron a descender de forma continua hasta finales del año 2014 (Véase Gráfica 3.17). Durante el año de 2009, de acuerdo con las cifras del Banco de España los precios en el sector inmobiliario disminuyeron en un 12% con respecto al año de 2007.<sup>90</sup> En este sentido, los precios de las viviendas caerían hasta ajustarse a su demanda real y se podrían ir saneando los balances bancarios, a pesar de que esto ocasionaría un incremento en el déficit público.

A los dos años de impago por viviendas sin terminar y por terreno (uso de suelo), las reservas exigidas por el Banco de España, las cuales exigían cubrir el 100% del crédito

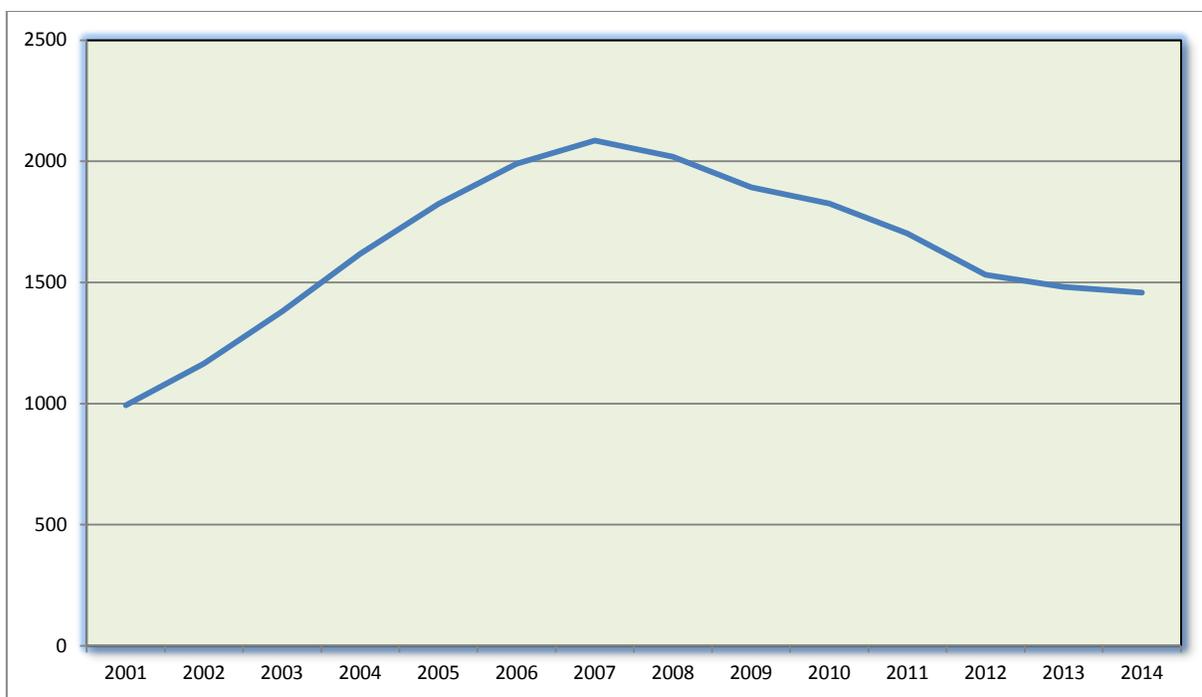
---

<sup>90</sup> En [www.abc.es](http://www.abc.es), publicado el 05 de febrero de 2010.

otorgado, podían no ajustarse a la realidad, debido a que “*el suelo en el centro de la ciudades siempre vale dinero. No tiene sentido esta norma*”, señala al respecto Juan Ramón Quintas, presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorro. No obstante, el Banco de España sabía que no podía aflojar demasiado a riesgo de ser acusado de laxitud, pero tampoco aceptar más de lo debido, por el peligro de quebrar demasiadas entidades. Esto representó el dilema del primer semestre de 2010.<sup>91</sup>

Por otra parte, desde febrero de 2010, el incremento de la oferta ha generado una disminución en los precios de las viviendas en renta durante 23 meses continuos<sup>92</sup>, lo que ha ejercido presión adicional sobre el precio de la compra-venta.<sup>93</sup> (Véase Gráfica 3.17).

**Gráfica 3.17 Evolución del precio medio de la vivienda (nueva y usada) por metro cuadrado, 2000-2014**  
(Cifras expresadas en euros)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (España)

<sup>91</sup> En [www.xabierpita.es](http://www.xabierpita.es), publicado en febrero de 2010.

<sup>92</sup> En [www.20minutos.es](http://www.20minutos.es), publicado el 17 de febrero de 2010.

<sup>93</sup> En [www.idealista.com](http://www.idealista.com), publicado el 22 de julio de 2009.

Como contraste, el proceso de ajuste de los precios de las viviendas está siendo mayor en la actualidad y en esta reciente crisis al registrado en los ciclos de fines de los años setenta y principios de los años ochenta (Ortega y Peñalosa, 2012).

### **3.4.2 Medidas para impulsar el sector inmobiliario en España, 2009-2012<sup>94</sup>**

Hacia finales de 2008, la política de vivienda en España estuvo caracterizada por dos grandes frentes de acción; por una parte, por las aun graves dificultades de acceso a la vivienda de una parte importante de la población española, como respuesta al prolongado periodo (1996-2007) de alza de precios de la vivienda muy por arriba de la inflación y, por ende, por arriba de la evolución salarial; y, por otra parte, por un grave contexto económico y financiero, cuya principal manifestación y más evidente fue la contracción tanto de la demanda como de la oferta de viviendas.

En este complejo entorno de necesidades, el Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación para el periodo 2009-2012, inició un riguroso análisis de la situación de necesidad de vivienda de la población española, no dejando de lado su relación con el sector financiero y de la construcción.

En este sentido, el Plan puso en manifiesto uno de los objetivos más importantes de la sociedad actual el cual consistía en velar por la sostenibilidad y eficiencia de la actividad económica en su conjunto y que, por lo tanto, debía optimizarse el uso de la producción ya existente de viviendas a la hora de atender los requerimientos sociales de la población, pero, paralelamente, no quería olvidar que la primera prioridad de toda política de vivienda es asegurar una producción suficiente de viviendas para las necesidades de alojamiento poblacional, y que por ello deben establecerse acciones conducentes a evitar estrangulamientos de oferta a mediano y largo plazo en este sector.

En materia de rehabilitación urbana se actuó integralmente y con concertación social y ciudadana, fomentando su participación en la determinación de las metas y en las acciones estratégicas a emprender, así como el seguimiento y la gestión de las éstas.

De acuerdo a ello, el Plan nació con una doble voluntad estratégica: Desde el punto de vista estructural, se establecieron bases estables de largo plazo de los instrumentos de concernientes a la política de vivienda orientadas a mejorar el acceso y uso de la vivienda

---

<sup>94</sup> Información obtenida del Boletín Oficial del Estado núm. 309 (BOE), del 24 de diciembre de 2008, Ministerio de Vivienda.

a los ciudadanos con problemas. Desde el punto de vista coyuntural, abordó, la realidad concreta en la que se encontraba inmerso el ciclo de la vivienda, que, por una parte, exigía medidas coyunturales decididas para evitar un mayor deterioro del entorno, y por otro, brindaba la oportunidad de lograr una reasignación eficiente de los recursos destinando la producción restante de viviendas a cubrir las necesidades de la población.

El diseño de los planes de vivienda sólo podía concebirse en 2009 a partir de un diálogo que diera los frutos esperados entre las comunidades autónomas y el gobierno español, compartiendo objetivos y responsabilidades mutuamente. El Plan, asimismo, se planteaba el gradual reconocimiento de la diversidad territorial y la ductilidad de los instrumentos generales para contextualizarse a los que las comunidades autónomas han ido estableciendo, y que constituirían dos principios orientadores de la normativa estatal, con la finalidad de asegurar la máxima eficacia social de las políticas de vivienda en cada una de las comunidades y por ende en el conjunto del territorio del Estado.

El Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación 2009-2012, consciente de tal situación, fue diseñado en conjunción con el Ministerio de Vivienda, las comunidades autónomas, a partir de un debate sobre la determinación de cuáles debían ser los parámetros que garantizaran la igualdad de oportunidades efectivas de todos los ciudadanos ante el deseo para adquisición de una vivienda, adecuando los medios a las distintas realidades prevalecientes en el Estado.

Desde el punto de vista de la demanda, el Plan incluía las condiciones de accesibilidad de los hogares españoles a la vivienda, esto es, la relación entre precios de mercado, alquiler y compra, y la capacidad económica de los hogares, para asegurar las estrategias adecuadas al fin social de toda política de vivienda, reconocida en la Constitución Española, que se refiere a crear las condiciones para hacer efectivo el derecho a la vivienda de toda la población. Por el lado de la oferta, el Plan, y tras un largo periodo en el que los volúmenes de producción de viviendas habían estado muy por arriba de las estrictas necesidades de alojamiento de la población, se produjo un doble fenómeno: de acumulación de viviendas ya terminadas o en curso de construcción con problemas de comercialización por contracción de la demanda, y el freno drástico de la nueva producción de viviendas.

No obstante las buenas intenciones del Plan, es preciso señalar que las variables poblacionales y ocupacionales incidieron radicalmente en la demanda de vivienda. La

disminución del número de habitantes (por la disminución de la inmigración, el aumento de la emigración y la caída de la natalidad) redujo de manera significativa la demanda de vivienda. El aumento de desempleo anuló las expectativas de emancipación o cambio de vivienda de las generaciones jóvenes o maduras. El mercado inmobiliario se resintió ante la ruptura de estos tradicionales clientes.

### 3.4.3 Crisis hipotecaria española en 2012

Para el año de 2012, la crisis hipotecaria se agudiza de forma importante, tanto por la comprobación del grado de deterioro de las instituciones financieras españolas como por el incremento en el número de desalojos y el impacto social que los desahucios produjeron. A continuación se detallarán las principales características que tuvieron lugar en ésta crisis.

#### 3.4.3.1 Ejecuciones hipotecarias en 2012

El número total de entrega de viviendas ocurrido en el año 2012 ha sido de 39.167, de ellas, 32.490, vivienda habitual. En proporción al número total de hipotecas a los hogares para adquisición de vivienda aquello supone, respectivamente, un 0.58% y un 0.53%. (Véase cuadro 3.6).

**Cuadro 3.6 Ejecuciones hipotecarias en España, enero-diciembre, 2012**

	<b>Vivienda habitual</b>	<b>Otras viviendas</b>	<b>Total viviendas 100%</b>
1. Número de hipotecas a hogares para adquisición de vivienda al 31/12/2012*	6,140,645	629,438	6,770,083
2. Entregas de vivienda	32,490	6,677	39,167
2.1 Entregas voluntarias	18,325	2,647	20,972
De las que: daciones en pago	14,110	1,716	15,826
2.2 Entregas judiciales	1,465	4,030	18,195

2.2.1 Entregas judiciales con vivienda vacía	11,760	3,467	15,227
2.2.2 Entregas judiciales con vivienda ocupada **	2,405	563	2,968

\*Hipotecas registradas en las entidades muestra

\*\* En las entregas judiciales de viviendas ocupadas, se requirió la intervención de la fuerza pública en 355 casos en viviendas habituales y en 109 casos en otras viviendas

Fuente: Banco de España

Las daciones en pago supusieron en 2012 un 40% del número total de entregas de viviendas (15,826), siendo el 43% en relación a las entregas de viviendas habituales (14,110).

Del total de entregas judiciales de vivienda (18,195), en un 84% de los casos la vivienda estaba vacía en el momento de la posesión; en entregas judiciales de viviendas habituales (14,165), la vivienda estaba vacía en el momento de la posesión en un 83% de los casos.

El 85% de las hipotecas que dieron lugar a entregas judiciales de viviendas ocupadas en 2012, se originó en el año 2007 o antes de ese año.

### 3.4.3.2 Nacionalizaciones y rescates bancarios

Hubo una época en la que en España existían casi 60 grupos bancarios (entre bancos y cajas, excluyendo cooperativas). En cada esquina había una sucursal y, asiduamente, en la misma calle se contaban decenas de distintos bancos. Dicha época ha acabado: tras seis años de crisis, el número de instituciones se ha reducido a poco menos de la mitad; se han cerrado casi 7,800 oficinas y las plantas laborales han recortado casi 30,000 puestos de trabajo. Y el proceso aún no ha terminado.

Las fusiones han sido la fórmula dominante de estos años. Se inició con las fusiones frías de cajas como un Sistema de Institucional Protección, el cual fracasó en su objetivo de reestructurar el sistema bancario español. Pasando, posteriormente, a las fusiones reales y a las absorciones de los bancos débiles por parte de los bancos financieramente fuertes. Evidentemente, las instituciones que más fusiones han realizado son las que más han aumentado su tamaño, como el caso de Sabadell y Unicaja, particularmente. Otro ejemplo de un gran banco que aprovechó la subasta de la intervenida Unimm Caixa (nombre comercial de la *Caixa d'Estalvis Unió de Manlleu, Sabadell i Terrassa*; en

castellano, *Caja de Ahorros Unión de Cajas de manlleu, Sabadell y Tarrasa*) fue Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) para crecer en España, aportando Unimm cerca de 7,000 millones de euros de su balance total.<sup>95</sup>

De tal forma, la concesión de préstamos de alto riesgo ha supuesto para las entidades bancarias españolas reformas, fusiones, rescates y numerosas nacionalizaciones de cajas de ahorro, de entre las que destacan: Caja Castilla-La Mancha, Cajasur, Caja Mediterráneo (CAM), Novacaixagalicia, Caixa Catalunya, Unnim (como se mencionó) y Bankia.

En lo referente a las nacionalizaciones y rescates bancarios el Banco de España comunicó al Ministerio de Economía y Hacienda que la Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha requería la provisión de una financiación extraordinaria para superar sus dificultades transitorias de liquidez y así posibilitar el mantenimiento de su operación y el cumplimiento de todas sus obligaciones frente a depositantes y acreedores en general. Con el fin de que el Banco de España pudiera otorgar a dicha entidad la financiación requerida, el decreto autorizó la concesión de avales de la Administración General del Estado para garantizar al Banco de España las obligaciones económicas derivadas de dicha financiación.<sup>96</sup>

En mayo de 2010, varias entidades se interesaban en adquirir Cajasur, tras la intervención del Banco de España. De acuerdo con el Banco de España, las necesidades de liquidez que requería Cajasur para atender sus compromisos y operar con normalidad aún no habían sido cuantificadas. No obstante, la financiera Unicaja dio luz verde a su integración.<sup>97</sup>

A pesar de tener un compromiso de devolución de fondos al Estado, para el caso de la Caja Mediterráneo (CAM) su rescate costaría un mínimo de 2.000 millones de euros aproximadamente a los contribuyentes. Para evitar su caída, se le entregarían 2.800 millones a través de la compra de acciones para elevar su solvencia (además de una línea de liquidez de 3.000 millones que no debería tener coste alguno para las arcas públicas). El Estado tendría que recuperar esas ayudas cuando vendiera las acciones en los próximos meses al recibimiento de la ayuda, a través de una subasta competitiva. En

---

<sup>95</sup> En [www.expansion.com](http://www.expansion.com), publicado el 14 de junio de 2013.

<sup>96</sup> Información obtenida del Boletín Oficial del Estado núm. 76 (BOE), del 29 de marzo de 2009.

<sup>97</sup> En [www.economia.elpais.com](http://www.economia.elpais.com), publicado el 22 de mayo de 2010.

todo caso, y teniendo claro que la crisis inmobiliaria y la deficitaria gestión habían sido los principales causantes de la caída de la CAM, desde el sector financiero criticaron que el Banco de España haya permitido que la situación haya llegado a este extremo. "Si le hubieran obligado a fusionarse con alguien, como a otras entidades, no habría hecho falta que los ciudadanos pagáramos el pato", dijeron.<sup>98</sup>

La Comisión Europea aprobó el viernes 30 de septiembre de 2011 la nacionalización de Novacaixagalicia, Catalunya Caixa y Unnim, las tres cajas en las que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) inyectó entre el año pasado y este un total de 7,543 millones de euros.

El anuncio, hecho por el comisario de Competencia en un comunicado, se produjo incluso antes de que el Banco de España diera cuentas de las cantidades definitivas. "Reforzar el capital de estas cajas es primordial para que puedan continuar concediendo préstamos a la economía real", aseguró Joaquín Almunia, para quien su reestructuración es "necesaria" para garantizar la viabilidad de las entidades.

Novacaixagalicia recibió 2,465 millones de euros, que se sumaron a los 1,162 recibidos el año pasado, es decir, en 2010. Catalunya Caixa recibió 1,718 millones, que se sumaron a los 1,250 de 2010. En el caso de Unnim, fueron 568, unidos a los 380 en acciones preferentes convertibles que se convirtieron en ordinarias en el marco de esta segunda recapitalización.

Según Bruselas, las tres operaciones hicieron que las entidades cumplieran con el umbral del 10% de activos de calidad que exige la ley española en su proceso de reestructuración del sector. Además, la Comisión confió en que esto ayude a apuntalar "la confianza en los mercados financieros españoles" y despeje las dudas sobre la solvencia de las entidades.<sup>99</sup>

Finalmente, el 9 de mayo de 2012, el Gobierno del Estado inició una reforma profunda del sistema financiero español desde que se inició la crisis. La nacionalización del Banco Financiero y de Ahorros (BFA), matriz de Bankia. Esto representaría que el Estado

---

<sup>98</sup> En [www.publico.es](http://www.publico.es), publicado el 24 de julio de 2011.

<sup>99</sup> En [www.publico.es](http://www.publico.es), publicado el 30 de septiembre de 2011.

adquiera el capital de BFA y en consecuencia se convierta en el dueño del 45% de Bankia, anunció el Ministerio de Economía.<sup>100</sup>

### **3.4.3.3 Reformas a la ley hipotecaria de 2012<sup>101</sup>**

Debido a las circunstancias excepcionales por las que atravesaba la economía española en 2012, motivadas por la crisis económica y financiera, en la que un número importante de ciudadanos contrataron un préstamo hipotecario para la adquisición de vivienda habitual y que se encontraban en dificultades para enfrentar sus obligaciones, se demandaba la adopción de medidas que, en distintas formas, contribuyeran a aliviar la situación de los deudores hipotecarios.

Si bien la tasa de morosidad era baja, había que tener presente el drama social que supone, para cada individuo o familia que se hallaba en dificultades de atender sus pagos, la posibilidad de que, dada dicha situación, pudiera ver incrementada sus deudas o incluso llegar a perder su vivienda habitual. Por lo que era necesario adoptar medidas para garantizar que ningún ciudadano fuera conducido a una situación de exclusión social.

Para dicho fin, era necesario profundizar en las líneas que se habían ido desarrollando en los últimos años, para perfeccionar y reforzar el marco de protección a los deudores, aunque el Cuadro 3.6 demuestra que no fue tan efectivo.

Para lograr lo anterior, fue necesario modificar cuatro capítulos a la Ley Hipotecaria. De entre las modificaciones más relevantes se encuentran las siguientes:

El primer capítulo se vio modificado en el sentido de la prevención a la suspensión inmediata y por un plazo de dos años de los desahucios de las familias que se encuentren en situación de especial riesgo de exclusión. La medida sería de carácter excepcional y temporal, afectaría a cualquier proceso judicial de ejecución hipotecaria o venta extrajudicial por el cual se adjudique al acreedor la vivienda habitual de personas pertenecientes a determinados colectivos. En estos casos, la Ley, sin modificar el procedimiento de ejecución hipotecaria, impediría que se proceda al lanzamiento que culminaría con el desalojo de personas.

---

<sup>100</sup> En [www.economia.elpais.com](http://www.economia.elpais.com), publicado el 9 de mayo de 2012.

<sup>101</sup> Información obtenida del Boletín Oficial del Estado núm. 116 (BOE), del 15 de mayo de 2013.

La suspensión de lanzamientos sólo afectaría a las personas en situación de vulnerabilidad, con discapacidad o dependiente o en su convivencia, desempleo sin más prestaciones sociales y las víctimas de violencia de género.

Además, para estos deudores vulnerables se contemplaba que la deuda que no se haya podido cubrir no devengue más intereses de demora que el resultante de sumar a los intereses remuneratorios un dos% sobre la deuda pendiente.

Para el Capítulo II se introdujeron mejoras en el mercado hipotecario. Se fortaleció en la Ley Hipotecaria el régimen de venta extrajudicial de bienes hipotecados. Además, se reforzó la independencia de las sociedades de tasación respecto de las entidades de crédito.

El Capítulo III recogería diferentes modificaciones a la Ley de Enjuiciamiento Civil con el fin de garantizar que la ejecución hipotecaria se realizara de manera que los derechos e intereses del deudor hipotecario fueran protegidos de forma adecuada y, en su conjunto, se agilizara y flexibilizara el procedimiento de ejecución. Asimismo, se permitiría que el deudor participara de la eventual revalorización futura de la vivienda ejecutada.

Finalmente, el Capítulo IV modificaría el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo del mismo año, de medidas urgentes de protección a deudores hipotecarios sin recursos, tanto en lo que afecta al ámbito de aplicación, como en lo concerniente a las características de las medidas que pudieran ser adoptadas.

Adicionalmente, esta reforma a la Ley incluiría un mandato al Gobierno para que emprendiera inmediatamente las medidas necesarias para impulsar, con el sector financiero, la constitución de un fondo social de viviendas destinadas a ofrecer cobertura a aquellas personas que hubiesen sido desalojadas de su vivienda habitual por el impago de un préstamo hipotecario. Este fondo debiera movilizar un amplio parque de viviendas, propiedad de las entidades crediticias, en beneficio de aquellas familias que sólo pudieran acceder a una vivienda en caso de que las rentas se ajusten a la escasez de sus ingresos.

Como se puede ver, las reformas a la Ley Hipotecaria fueron hechas por el Gobierno consciente del complejo entorno económico y social por el que atravesaba la población española en 2012.

### 3.4.4 Crisis hipotecaria española en 2013

La crisis hipotecaria en 2013 estuvo caracterizada por la firma de hipotecas en España que para el año 2006 tuvo su máximo registro, para posteriormente registrar una caída continua. En 2012 se firmaron 274.715 créditos para la compra de vivienda, el nivel más bajo desde que estalló la burbuja inmobiliaria en 2007. La caída fue del 32,74% en 2012 respecto a 2011. La debilidad del mercado puso de manifiesto la falta de liquidez que atenuó al sistema financiero y los problemas de solvencia de los particulares. Es otras palabras, cada vez era más difícil acceder a entidades de crédito que otorguen recursos, ya que cada vez menos familias cumplían los requisitos para obtener dicho financiamiento, debido principalmente por la elevada tasa de desempleo. En efecto, cuando estalló la crisis hipotecaria, entre 2007 y 2008, se firmaba al año más de un millón de hipotecas. A partir de entonces, excepto en 2010 cuando el número se redujo en 6.6% (véase Cuadro 3.7), siempre había habido caídas de dos dígitos.

**Cuadro 3.7 Número total de firma de hipotecas, 2006-2012**

Año	Número total	Var %
2006	1342171	6.72%
2007	1238890	-7.69%
2008	836419	-32.48%
2009	650889	-22.18%
2010	607535	-6.60%
2011	408461	-32.76%
2012	274715	-32.74%

Fuente: Elaboración propia con datos del Instituto Nacional de Estadística

El mes de diciembre de 2012 resultó ser particularmente malo, con una caída del 27% en el número de operaciones realizadas, hasta 17,577, con lo que el mercado sumaba ya 32 meses consecutivos a la baja. Pese a ello, dicho indicador frenó ligeramente su caída en términos intermensuales, puesto que el descenso respecto al mes anterior fue del 8% respecto al 14% que cayó en noviembre frente a octubre, según información del Instituto Nacional de Estadística.<sup>102</sup>

<sup>102</sup> En [www.economia.elpais.com](http://www.economia.elpais.com), publicado el 26 de febrero de 2013.

### 3.4.4.1 Ejecuciones hipotecarias en 2013

El número total de entrega de viviendas ocurrido en el año 2013 ha sido de 49,694, de ellas, 38,961, vivienda habitual. En proporción al número total de hipotecas a los hogares para adquisición de vivienda esto supone, respectivamente, un 0.77% y un 0.15%. (Véase cuadro 3.8).

**Cuadro 3.8 Ejecuciones hipotecarias en España, enero-diciembre, 2013**

	<b>Vivienda habitual</b>	<b>Otras viviendas</b>	<b>Total viviendas</b>
1. Número de hipotecas a hogares para adquisición de vivienda al 31/12/2013	5,887,993	574,490	6,462,483
2. Entregas de vivienda	38,961	10,733	49,694
2.1 Entregas voluntarias	17,907	3,614	21,521
De las que: daciones en pago	13,178	2,995	16,173
2.2 Entregas judiciales	21,054	7,119	28,173
2.2.1 Entregas judiciales con vivienda vacía	19,386	6,727	26,113
2.2.2 Entregas judiciales con vivienda ocupada	1,668	392	2,060

Fuente: Banco de España

Las daciones en pago supusieron en 2013 un 33% del número total de entregas de viviendas (16,173), siendo el 34% en relación a las entregas de viviendas habituales (13,178).

Del total de entregas judiciales de vivienda (28,173), en un 93% de los casos la vivienda estaba vacía en el momento de la posesión; en entregas judiciales de viviendas habituales (21,054), la vivienda estaba vacía en el momento de la posesión en un 92% de los casos.

Del total de entregas judiciales de vivienda (28,173), en un 7% de los casos la vivienda estaba ocupada en el momento de la posesión.

#### **3.4.4.2 Caída en los precios de las viviendas en 2013**

Hacia finales del año 2013, el ajuste del costo de la vivienda aún no había tocado suelo en España por lo que habría acumulado una caída aproximada del 45.6% desde que se inició la crisis en 2007 (Véase Gráfica 3.17), de acuerdo al informe trimestral “Tendencias del Sector Inmobiliario” de ST, Sociedad de Tasación. Sin embargo, analizando ambos mercados, la caída es más fuerte en las viviendas de baja calidad que en las de alta calidad, ya que las primeras bajaron de media un 17.4% y las segundas un 6.4% en su tasa interanual de 2013<sup>103</sup>. En este sentido y pese a que el precio de la vivienda en España había reducido su ritmo de caída, España fue el país del mundo donde más cayó el precio de la vivienda.<sup>104</sup>

#### **3.4.5 Crisis hipotecaria española en 2014**

En materia legislativa, de entre los acontecimientos más importantes que caracterizaron a la crisis hipotecaria en 2014 está la acción que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en sentencia del jueves 17 de julio de 2014, la cual declaraba que la reforma de la ley hipotecaria que aprobó el Partido Popular en 2013 vulneraba los derechos humanos. La sentencia indicaba que la ley era contraria al artículo 47 de la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea, relativa al derecho a la tutela judicial efectiva, y en concreto a la Directiva 93/13 en materia de consumidores, y manifestaba que no suspender el procedimiento hipotecario en caso de demanda ante el juzgado de lo mercantil era contrario al derecho comunitario.<sup>105</sup>

##### **3.4.5.1 Ejecuciones hipotecarias en 2014**

El número total de entrega de viviendas ocurrido en el año 2014 ha sido de 46,591, de ellas, 36,519, vivienda habitual. En proporción al número total de hipotecas a los hogares para adquisición de vivienda esto supone, respectivamente, un 0.72% y un 0.15%. (Véase cuadro 3.9).

---

<sup>103</sup> En [www.pisos.com](http://www.pisos.com), publicado el 14 de enero de 2014.

<sup>104</sup> En [www.idealista.com](http://www.idealista.com), publicado el 09 de enero de 2014.

<sup>105</sup> En [www.publico.es](http://www.publico.es), publicado el 18 de julio de 2014.

**Cuadro 3.9 Ejecuciones hipotecarias en España, enero-diciembre, 2014**

	<b>Vivienda habitual</b>	<b>Otras viviendas</b>	<b>Total viviendas</b>
1. Número de hipotecas a hogares para adquisición de vivienda al 31/12/2014	5,828,408	629,706	6,458,114
2. Entregas de vivienda	36,519	10,072	46,591
2.1 Entregas voluntarias	19,406	2,881	22,287
De las que: daciones en pago	16,489	1,994	18,483
2.2 Entregas judiciales	17,113	7,191	24,304
2.2.1 Entregas judiciales con vivienda vacía	15,312	6,763	22,075
2.2.2 Entregas judiciales con vivienda ocupada	1,801	428	2,229

Fuente: Banco de España

Las daciones en pago supusieron en 2014 un 39% del número total de entregas de viviendas (18,483), siendo el 35% en relación a las entregas de viviendas habituales (16,489).

Del total de entregas judiciales de vivienda (24,304), en un 90% de los casos la vivienda estaba vacía en el momento de la posesión; en entregas judiciales de viviendas habituales (17,113), la vivienda estaba vacía en el momento de la posesión en un 89% de los casos.

Del total de entregas judiciales de vivienda (24,304), en un 9% de los casos la vivienda estaba ocupada en el momento de la posesión.

En 2014, casi 19,500 familias decidieron entregar voluntariamente su vivienda habitual para saldar su deuda por no tener recursos suficientes como para pagar la hipoteca.

El Cuadro 3.10 compara los tres años analizados en materia de ejecuciones hipotecarias, se puede ver que la tendencia se mantuvo relativamente estable en el periodo estudiado.

**Cuadro 3.10 Ejecuciones hipotecarias en España, enero-diciembre, 2012-2014**

Cifras totales	2012	2013	2014
1. Número de hipotecas a hogares para adquisición de vivienda	6770083	6462483	6458114
2. Entregas de vivienda	39167	49694	46591
2.1 Entregas voluntarias	20972	21521	22287
De las que: daciones en pago	15826	16173	18483
2.2 Entregas judiciales	18195	28173	24304
2.2.1 Entregas judiciales con vivienda vacía	15227	26113	22075
2.2.2 Entregas judiciales con vivienda ocupada	2968	2060	2229

Fuente: Banco de España

El Cuadro 3.10 muestra el total de ejecuciones hipotecarias realizadas en 2012, 2013 y 2014. Del número total de hipotecas a hogares para adquisición de vivienda se puede apreciar una tendencia estable a lo largo de los años señalados.

#### **3.4.5.2 Caída en los precios de las viviendas en 2014**

En junio de 2014 el precio de la vivienda acumuló una caída del 6,6% respecto a junio de 2013 (véase Gráfica 3.17)<sup>106</sup>. Adicionalmente, el número de hipotecas constituidas sobre viviendas se situó en 17,464 en enero de 2014, cifra que resultó inferior en un 32.4% a las del mismo mes de 2013, según datos obtenidos del INE. El retroceso interanual de enero, con el que las viviendas hipotecadas encadenaron ya 45 meses de caídas de forma consecutiva, amplió en más de dos puntos el descenso interanual de diciembre de 2013, cuando las viviendas hipotecadas se redujeron un poco más de 30%<sup>107</sup>. Según el Consejo

<sup>106</sup> En [www.fotocasa.es](http://www.fotocasa.es), publicado en Junio de 2014.

<sup>107</sup> En [www.heraldo.es](http://www.heraldo.es), publicado el 27 de marzo de 2014.

General del Notariado el número de viviendas vendidas, con altibajos, se mantuvo en cifras medias similares a meses anteriores.<sup>108</sup>

### **3.5 Principales consecuencias sociales, políticas y económicas de la crisis española**

España ha tenido que afrontar las consecuencias que la crisis ha tenido sobre su estructura económica, institucional, financiera, fiscal y sobre todo, laboral. Se han propuesto una serie de acciones encaminadas, en principio, a optimizar la asignación de los recursos y en la medida de lo posible a robustecer el potencial de un crecimiento sostenible capaz de generar empleo. Asimismo, ha tenido que afrontar la corrección de desequilibrios acumulados en años anteriores, entre ellos las cuentas externas, la reestructuración de su sistema bancario, la consolidación presupuestaria, el ajuste del mercado hipotecario y el desapalancamiento del sector privado. A continuación se describirán las principales consecuencias de tipo político, económico y social, legado de la crisis (García y Ruesga, 2014).

#### *Consecuencias sociales*

Las primeras consecuencias sociales se dejaron ver en una serie de huelgas generales, la primera fue convocada para el 29 de septiembre de 2010 por parte de las dos principales centrales sindicales españolas, Comisiones Obreras y Unión General de Trabajadores contra la reforma laboral de 2010 promovida y anunciada por el Gobierno del entonces presidente José Luis Rodríguez Zapatero. Tras seis años de paz social, las organizaciones antes mencionadas convocaron de manera oficial la primera huelga general contra su mandato por una reforma laboral que consideraba lesiva para los trabajadores: ésta serviría para poder despedir más y más barato, convertir el tema de la intermediación en un negocio y abrir la negociación colectiva en canal.<sup>109</sup>

Por otra parte, entre 2011 y 2014, se llevaron a cabo diversas protestas denominadas como Movimiento 15-M e Indignados<sup>110</sup>, las cuales fueron una serie de movilizaciones

---

<sup>108</sup> En [www.notariado.org](http://www.notariado.org), sin fecha de publicación

<sup>109</sup> En [www.elpais.com](http://www.elpais.com), publicado el 11 de junio de 2010.

<sup>110</sup> El Movimiento 15M, también llamado Movimiento de los Indignados, fue un movimiento ciudadano formado a raíz de la manifestación del 15 de mayo de 2011, convocada por diversos colectivos, donde después de que cuarenta personas decidieran acampar en la Puerta del Sol esa noche de forma espontánea, se produjeron una serie de protestas pacíficas en España, con la intención de promover una democracia más participativa alejada del bipartidismo PSOE-PP

ciudadanas pacíficas, espontáneas en su origen y surgidas en gran parte en las redes sociales, que obtuvieron inicialmente el apoyo de más de 200 microorganizaciones de todo tipo. Las protestas iniciaron el 15 de mayo de 2011 con la convocatoria de la plataforma *Democracia Real Ya*<sup>111</sup> y otros colectivos de manifestaciones en 58 ciudades españolas. Por primera vez la sociedad civil española se organizó al margen de los límites establecidos para manifestar su inconformidad contra los políticos.<sup>112</sup>

Para el jueves 29 de marzo de 2012 se convoca a una nueva huelga general en España, por parte de varias organizaciones españolas, así como el Sindicato de Estudiantes y organizaciones y movimientos como el Movimiento 15-M como protesta contra la reforma laboral de 2012 aprobada por el gobierno de Mariano Rajoy del Partido Popular. El lema que sostenía la huelga era: *“Quieren acabar con todo, con los derechos laborales y sociales”*.

En materia demográfica, España ha perdido habitantes por segundo año consecutivo (2014) desde que existen datos anuales (1971). Uno de los principales motivos de esta disminución radica en la caída del número de extranjeros. De esta forma, la población española ralentizó su crecimiento a partir de 2008 y comenzó a descender a partir de 2012 (véase Gráfica 3.18), siendo la causa principal el aumento de la emigración, más de medio millón de personas en 2013, principalmente extranjeros. En efecto, a lo largo de 2013 la cifra de extranjeros se redujo un 7.8% hasta las 4,676,022 personas, debido al efecto combinado de la emigración y de la adquisición de nacionalidad española.<sup>113</sup>

Por otra parte, la crisis económica no produjo un aumento de los robos ni de los atracos. Al contrario, la tasa de criminalidad española continuó con la tendencia a la baja que tenía antes de la crisis.<sup>114</sup>

---

(binomio denominado PPSOE) y del dominio de bancos y corporaciones, así como una “auténtica división de poderes” y otras medidas con la intención de mejorar el sistema democrático.

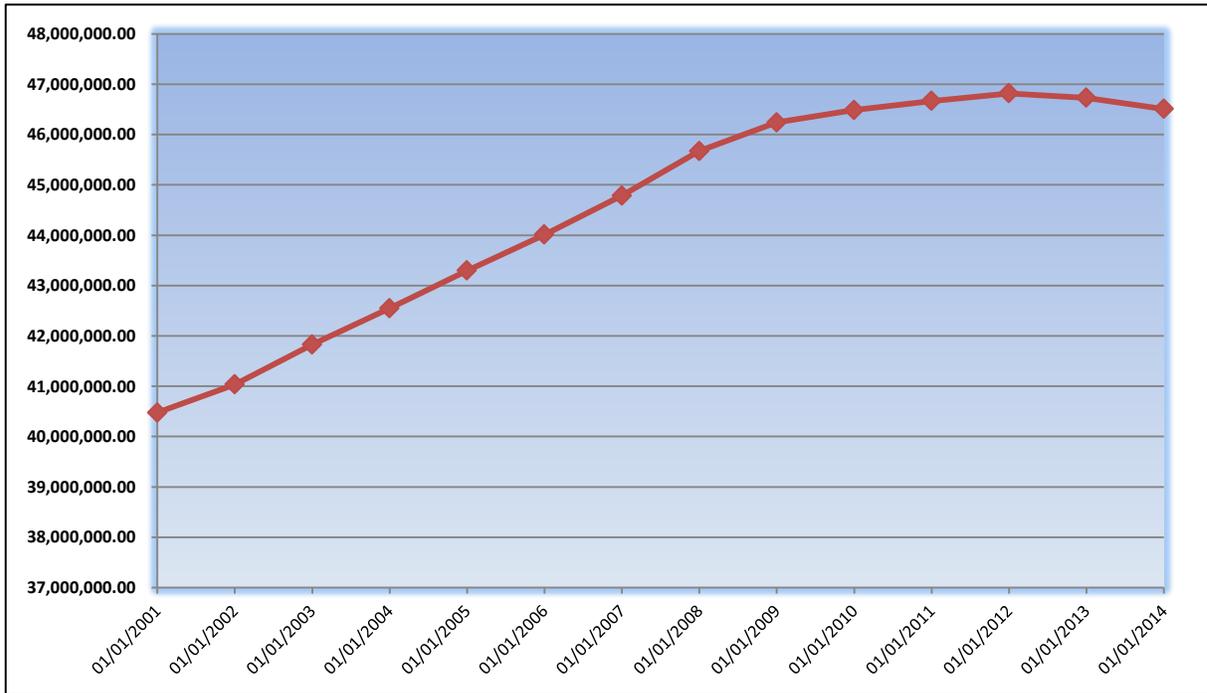
<sup>111</sup> Democracia Real Ya, conocida también por las siglas DRY, es un movimiento social de España que se autodefine como apartidista, asindical, pacífico, contrario a formar parte de cualquier ideología pero no apolítico.

<sup>112</sup> En [www.elpais.com](http://www.elpais.com), publicado el 17 de mayo de 2011.

<sup>113</sup> En [www.elpais.com](http://www.elpais.com), publicado el 30 de junio de 2014.

<sup>114</sup> En [www.politica.elpais.com](http://www.politica.elpais.com), publicado el 19 de julio de 2014.

**Gráfica 3.18 Evolución de la población española, 2001-2014**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (España)

### *Consecuencias económicas*

Indudablemente la crisis ha traído consigo una creciente desigualdad: mientras la clase trabajadora y la denominada “clase media” han visto caer de manera significativa sus ingresos, particularmente a causa del elevado y duradero nivel de desempleo, las clases “de ingresos altos” ganan cada vez más (Bedoll, 2014).

Una de las consecuencias económicas que ha repercutido por la crisis económica ha sido la creciente desigualdad social y del ingreso. Entre 2007 y 2011 la crisis económica afectó a toda la población pero los más pobres perdieron mucho más que las clases económicamente altas. En efecto, de entre los países más avanzados, España fue el país que pagó la factura más alta en cuestión de desigualdad. De acuerdo al informe publicado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en junio de 2014, en los cuatro primeros años de la crisis, el ingreso medio del 10% más pobre de la población española retrocedió 7.5 veces más que lo que cayó la renta del 10% más rico, apenas erosionada entre 2007 y 2011. No existe un impacto tan desequilibrado en este periodo de entre todos los países miembros de la OCDE.

Inclusive desde el anterior informe sobre el tema, ya era evidente el particular impacto de la crisis en la economía española. Para el periodo 2012-2014, la economía española no sólo sufrió la segunda recesión del lustro, sino que además experimentó la devaluación salarial más intensa, como consecuencia del ajuste presupuestario y de la reforma laboral, que aceleró la caída de los salarios en el sector privado.

Con tal situación tan polarizada en los extremos de la sociedad española, el Coeficiente de Gini<sup>115</sup>, sólo puede arrojar un evidente deterioro en la distribución de la renta, es decir, España es el país industrializado en el que más ha aumentado las diferencias entre ricos y pobres, en el que 0 equivaldría a la igualdad total y 1 reflejaría la desigualdad absoluta. Según el informe de la OCDE, donde más se amplía la brecha es en España (de 0.30 a 0.34). De hecho, el aumento habría sido aún más marcado (del 0.44 al 0.52), sin el efecto redistributivo de impuestos y prestaciones sociales, siendo mayor en España que en otras economías avanzadas.<sup>116</sup>

En materia salarial, los ingresos laborales han caído de forma sostenida desde 2010. Desde inicios de la crisis, a fines de 2007, el salario bruto medio anual apenas subió un 2.31%: los salarios subieron entre 2007 y 2010, pero a partir de entonces han disminuido el 3.28%. La tendencia se ha acentuado desde el arribo del Partido Popular al poder; el salario medio anual llegó en 2014 a los 18.505 euros brutos, un alarmante 3.13% menos que en 2011 (19.102 euros de salario medio bruto anual) y un 0.52% menos que en 2012 (18.601 euros brutos). De manera que los asalariados que cobran menos de 645 euros suman ya 5.75 millones, lo que representa el 34% del total de la población ocupada española.<sup>117</sup>

Adicionalmente, la crisis causó una contracción del consumo privado, particularmente, el consumo de alimentos. Efectivamente, durante el periodo 2008-2014 el gasto en alimentos registró una contracción en términos reales de -19.6%. De entre los alimentos

---

<sup>115</sup> El Coeficiente de Gini es una medida de la desigualdad ideada por el estadístico italiano Corrado Gini. Normalmente se utiliza para medir la desigualdad en los ingresos, dentro de un país, pero puede utilizarse para medir cualquier forma de distribución desigual. El Coeficiente de Gini es un número entre 0 y 1, en donde 0 se corresponde con la perfecta igualdad (todos tienen los mismos ingresos) y donde el valor 1 se corresponde con la perfecta desigualdad (una persona tiene todos los ingresos y los demás ninguno).

Aunque el Coeficiente de Gini se utiliza sobre todo para medir la desigualdad en los ingresos, también puede utilizarse para medir la desigualdad en la riqueza. Este uso requiere que nadie disponga de una riqueza neta negativa.

<sup>116</sup> En [www.elpais.com](http://www.elpais.com), publicado el 19 de junio de 2014.

<sup>117</sup> En [www.publico.es](http://www.publico.es), publicado el 21 de noviembre de 2014.

cuyo consumo registró una mayor contracción se encuentran aquellos que suministran un mayor valor proteínico al consumidor. La intensidad de la crisis ha sido tal, que inclusive se registró una disminución en aquellos clasificados tradicionalmente como “bienes inferiores”<sup>118</sup>, contribuyendo al deterioro alimentario consecuencia de la crisis económica.<sup>119</sup>

### *Consecuencias políticas*

Desde 2010, las encuestas del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) revelaron un declive progresivo del número de votantes potenciales a los principales partidos que gobernaron durante la crisis (Partido Socialista Obrero Español y Partido Ppopular). Este desgaste empezó a manifestarse con al alza de nuevos partidos muy beligerantes con la corrupción política y la crisis institucional como Unión Progreso y Democracia, (UPyD) o IU. Y posteriormente elecciones al Parlamento Europeo de 2014, en las que la suma de IU y Podemos superó el 18% de los sufragios. A partir de junio de 2014 todas las encuestas revelaron un fuerte aumento del apoyo a Podemos, que a principios de 2015 era la segunda fuerza en intención de voto según el CIS, y generaron un gran debate sobre la posibilidad de que el nuevo partido alcanzase el gobierno en las elecciones generales de 2015.

### **3.6 Conclusiones al capítulo**

La crisis económica que ha afectado a gran parte de los países industrializados desde 2008 ha sido sin precedentes debido a su intensidad, complejidad y las dificultades para su superación. Desde su ingreso a la UEM, se trata de la primera crisis de entidad que afecta a España y, por consiguiente, se gestó en un entorno en el que el conjunto de instrumentos de política económica se había reducido considerablemente. Se desconocía, sin embargo, cómo respondería ante posibles perturbaciones internas.

La recesión que experimentó la economía española entre 2008 y el primer trimestre de 2010 fue más intensa que la que se registró a mediados de los setenta y principios de los noventa del pasado siglo, con un ajuste muy fuerte en la demanda interna, que se vio parcialmente compensado por un aporte positivo de la demanda externa neta al

---

<sup>118</sup> En teoría del consumidor, un bien inferior es un bien cuya demanda decrece cuando aumenta la renta del consumidor, a diferencia de los bienes normales, en los cuales ocurre lo contrario.

<sup>119</sup> Bellod Redondo, José Francisco, “*El impacto de la crisis en el deterioro alimentario en España*”, Grupo de Investigación “*Economía, Territorio y Medio Ambiente*”, UPCT, publicado en [www.eumed.net](http://www.eumed.net) en 2014.

crecimiento del PIB. Por el lado de la oferta, la recesión impactó con fuerza en el sector de la construcción, aunque de igual forma influyó de forma importante al sector industrial. Las pérdidas en materia de empleo se duplicaron aproximadamente con relación a lo observado en anteriores recesiones.

El ajuste del sector inmobiliario avanza y el desapalancamiento financiero de empresas y familias continúa, aunque de manera paulatina, en un entorno financiero fuertemente afectado por la crisis de la deuda soberana, que refleja, entre otros aspectos, fallos en el diseño institucional inicial de la UEM. Además, el ajuste de la economía española sigue presentando una serie de características distintivas, particularmente en la fijación de precios y salarios, que denotan una escasa adaptación en el comportamiento de los agentes a la estabilidad macroeconómica que requiere la pertenencia a la UEM. Asimismo, la necesidad de corregir la vulnerable situación de las finanzas públicas requiere la instrumentación de planes de consolidación fiscal ambiciosos, lo que también condiciona la trayectoria de salida de la crisis.

A lo largo de los últimos cinco años, la experiencia de la economía española deja ver algunas lecciones en su relación con el sector exterior, el mercado inmobiliario, la política fiscal y el mercado de trabajo. En lo que respecta al sector inmobiliario, se ha comprobado que la fuerte volatilidad de la inversión residencial y de los precios de la vivienda puede conllevar, bajo circunstancias determinadas, implicaciones cíclicas negativas, por lo que, para mantener un nivel adecuado de estabilidad macroeconómica, es necesario realizar un seguimiento estricto de la evolución del mercado inmobiliario y de los recursos reales y financieros que se canalizan a la inversión en vivienda, y utilizar los instrumentos disponibles al alcance de las autoridades para limitar la dinámica expansiva del ciclo residencial. El caso español revela, además, las dificultades para realizar los procesos de apalancamiento de empresas y familias, estrechamente ligados a las actividades inmobiliarias, lo que, a su vez, conlleva, consecuencias negativas sobre los balances bancarios y, en general, sobre las condiciones de financiación en las que la economía habrá de desenvolverse.

En general, la economía española se enfrenta a una tarea extremadamente compleja que requiere, junto a medidas decididas en el ámbito europeo para avanzar en la reforma del marco institucional de la Unión Monetaria y en el diseño de los mecanismos de gestión de crisis, el cumplimiento de los insoslayables compromisos de consolidación fiscal y la introducción de reformas ambiciosas en diversos sectores. Esto permitiría, por una parte,

recuperar la confianza y mejorar las expectativas de crecimiento económico y por otra parte, acelerar el ajuste económico, haciendo que éste discurra más a través de la variación de precios y costos, y minimizando su impacto en el empleo y la actividad económica. El largo periodo de expansión logrado hasta 2007, la severidad de la crisis y las dificultades para conseguir la reactivación económica han dejado algunas lecciones que alertan, principalmente, en torno a la necesidad de evitar la complacencia en la ejecución de la política económica en las etapas de auge y sobre la necesidad de adaptar en España la estructura de mercados de bienes y factores y el comportamiento de los agentes a los requerimientos que conlleva la pertenencia a una unión monetaria como lo es la europea. Al respecto, algunos economistas<sup>120</sup> opinan que para superar la crisis se requiere aplicar una política económica cuyo objetivo esté encaminado, entre otros, a aumentar los salarios. Se requiere dinamizar los salarios porque, durante los últimos años sobre todo, muchos trabajadores han perdido poder adquisitivo; los salarios nominales se han reducido, se ha incrementado el número de horas extraordinarias no retribuidas, la jornada laboral se ha extendido y los ritmos de trabajo se han intensificado.

Las políticas de represión salarial agravan la deriva deflacionista, en la economía española el índice de precios al consumo está situado en zona negativa, lo que, sobre todo, lastra el proceso inversor y contribuye al aumento, en proporción al producto interior bruto, de la deuda pública y privada. Todo ello encierra a las economías en una espiral de la que es difícil salir. Por ello, es preciso poner fin a la política de represión salarial como condición clave para superar la actual crisis que afecta a la economía española.

Finalmente y sin lugar a dudas, el destino de España continua estando, en buena medida, en manos de los líderes políticos y técnicos de las instituciones de la eurozona y de la Unión Europea, así como del actual partido del Gobierno, que sostienen las mismas ideas de austeridad fiscal extrema. Dichas ideas se han caracterizado hasta la fecha por dar prioridad a aspectos de política económica de alto contenido teórico y escasa conexión con la práctica, que a la evidencia empírica que se ha venido acumulando en torno al desempeño de la economía española y la implicación efectiva de esos enfoques de política, como lo es la política de austeridad fiscal extrema implementada a partir de 2012. Al respecto, Parguez (2013) señala *“Los gobiernos que renuncian a una política de pleno*

---

<sup>120</sup> Luengo, Fernando, *“Aumentar los salarios para salir de la crisis”*, publicado en [www.blogs.publico.es](http://www.blogs.publico.es) el 10 de julio de 2016.

*empleo son esclavos de ideas caducas, decía Keynes<sup>121</sup>. La austeridad moderna es un régimen permanente impuesto por el Estado a la sociedad civil para limitar su gasto con el fin de forzarla a adaptarse a las leyes del mercado. El principio de la austeridad consiste en racionar permanentemente los medios de gasto de los agentes nacionales para permitir que la nación gane todo lo posible en la competencia a muerte en los mercados. La austeridad no tiene nada que ver con las políticas de ajuste coyuntural que antes se proponía para frenar la expansión cuando la sociedad alcanzaba la frontera de pleno empleo de sus recursos productivos. La austeridad es más Hayekiana que Hayek al proponer como ley básica el siguiente enunciado:*

*Bloquear al máximo la capacidad de gasto de los agentes internos es el único objetivo, la razón de ser de la política económica. Cuanto más reducidos sean sus medios de gasto, más se puede enriquecer la sociedad.*

*La austeridad es una visión circular de la economía que ignora las leyes positivas de la economía sintetizadas en el principio de la demanda efectiva:*

*La concepción ultraclásica (Ley de Say) justifica la paradoja ultrahayekianaque, a su vez, apoya la misma Ley de Say (cuanto más reduce el gasto interno un Estado, tanto más se acentúa su sociedad al mercado y tanto más ésta puede ganar en ese mercado).*

*Crear en la austeridad e imponerla es estar esclavizado por una visión metafísica del mercado y de la competencia<sup>122</sup>. El mercado sería el lugar donde las leyes del circuito quedan en suspenso. En el mundo real, las naciones en competencia comprimen el gasto global; cada uno juega al despojo de los demás y, a la larga, al propio. ¡Pero en el mercado nadie pierde! La austeridad es el acto de fe en el mercado que enriquece a los jugadores prorrata de sus esfuerzos para administrar la sociedad según sus leyes. Estas evaluaciones se expresan en todo momento en tasas de cambio de las monedas referidas a la unidad de cuenta dada. Estas tasas de intercambio de unas monedas por otras se fijan en el mercado de cambios, uno de los mercados que asegura la circulación de los capitales financieros, un mercado crucial puesto que garantiza la circulación financiera entre las naciones.*

---

<sup>121</sup> Este célebre pasaje de la Teoría General (1936) (pág. 383) es uno de los más profundos.

<sup>122</sup> Dicha metafísica de la competencia inquietó a Keynes. La competencia sólo es benéfica si induce nuevos gastos. Combinar la competencia con la austeridad es abandonar el pleno empleo.

*La austeridad es una visión del mundo de un pesimismo absoluto. Excluye toda esperanza de mejorar el nivel de vida para la mayoría de la población de todos los países. Si el nivel de subsistencia no varía, el sólo mantenimiento del nivel de desempleo sería pagado con la caída a largo plazo del gasto nacional en cada uno de los países competidores, gasto evaluado en la unidad de cuenta internacional de referencia. Pero como este nivel puede disminuir por la actividad de los Nuevos Países Industriales, o por la incorporación de nuevos miembros a este grupo, entonces, la contracción de los gastos va de la mano con un crecimiento del desempleo a largo plazo.*

*En el mundo concebido por la austeridad, es necesario someterse al juicio de los mercados financieros; la verdadera realidad de una economía es evaluada por los mercados financieros; se expresa en la evaluación de los activos financieros en su moneda y, por tanto, se resume en la evaluación de su moneda en tanto que se atribuye a los mercados financieros se deduce el secreto de la austeridad:*

*Asegurar el verdadero crecimiento es hacer todo lo posible para que aumente la evaluación financiera de la economía. Poco importa el precio que deba pagar la economía productiva (sector real), la realidad última es financiera”*<sup>123</sup>.

Basándome en los comentarios expuestos por Alain Parguez, podría concluir que es poco probable que las medidas de política económica implementadas, son sólo para la economía española sino para el resto de los países más vulnerables de la zona euro, de entre las que destacan la política de austeridad fiscal extrema, contribuyan a una rápida recuperación y superación de la crisis por las que actualmente atraviesan. Para ello, entre otras medidas, se necesitaría un amplio debate en torno a las fallas cometidas, y sobre todo a una discusión de las opciones y alternativas para que España ingrese paulatinamente en un escenario de crecimiento económico sostenido. En este sentido, es necesario el replanteamiento del modelo económico hasta ahora seguido, así como los lineamientos de política económica ejecutados. Al respecto, Paul Krugman sostiene: *“Hay quien dice que nuestros problemas económicos son estructurales y que no tienen solución a corto plazo, pero yo creo que los únicos obstáculos estructurales importantes para la*

---

<sup>123</sup> Parguez, Alain (2013), *“La era de la austeridad”*, publicado en *Ola Financiera*, Mayo-Agosto de 2013, pp. 158-184, 158-184. Publicado por primera vez en español en la revista *Investigación Económica*, 201, julio-septiembre de 1992, pp. 45-63. Tomado de *Economie Appliquée*, tomo XLII, núm. 1. Traducción de Alberto Supelano; revisión de Luis Lorente. Transcripción de Lia Nákid Cordero y Roberto Gutiérrez Torres.

*prosperidad del mundo son las doctrinas obsoletas que pueblan la cabeza de los hombres.*<sup>124</sup> Quedan, de tal forma, importantes retos que afrontar en el futuro inmediato, y entre ellos, como se señaló, el más urgente por su incidencia social, la reducción del desempleo.

---

<sup>124</sup> Krugman, Paul (2009), *“El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual”*, Revista de Humanidades, Barcelona, Ed. Crítica, pág. 63.

## Bibliografía

1. Astarita, Rolando (2007), "*Sobre los orígenes de la crisis financiera*", Revista Sin Permiso
2. Baliña, Sara y Berges, Angel, (2014), "*Flujos financieros y dinámica de la deuda en España*", Cuadernos de Información Económica, Núm. 240, mayo-junio.
3. Bellod Redondo, J. F. (2007), "*Crecimiento y Especulación Inmobiliaria en la Economía Española*", Principios - Estudios de Economía Política, nº 8, pp 59 – 84.
4. Bertolín, Javier, (2014), "*La Burbuja Inmobiliaria Española: Causas y Consecuencias*", Tesis de Grado, Universidad Politécnica de Cataluña.
5. Bliiek, J. G. y Parguez, A. (2006), "*Le Plein emploi ou le chaos*", París: Economica.
6. Boletín Oficial del Estado núm. 309 (BOE), del 24 de diciembre de 2008, Ministerio de Vivienda.
7. Boletín Oficial del Estado núm. 116 (BOE), del 15 de mayo de 2013.
8. Boletín Oficial del Estado núm. 76 (BOE), del 29 de marzo de 2009.
9. Bourguinat Henri y Eric Briys, (2009), "*L'arro - gance de la finance, comment la théorie financière a produit le krach*", La découverte, París.
10. Bousseylol, M. (2009), Vive la dette! Paris, Editions Thierry Magnier.
11. Brenner, Robert (2006), "*The Economics of Global Turbulence*", Ed. Hardcover.
12. Carrasco, Carlos, (2014), "*Origen de los desequilibrios macroeconómicos en la economía española*", en Revista Problemas del Desarrollo, núm. 179 (45), octubre-diciembre 2014.
13. Dehesa, Guillermo de la (2009), "*La primera gran crisis financiera del siglo XXI*", Madrid, Alianza.
14. Entrevista a André Orleán en L'Economie Politique, No. 43, julio-agosto de 2009.
15. Estey, James Arthur (1956), "*Tratado sobre los ciclos económicos*". Ed. Fondo de Cultura Económica, México, 3ª Edición, 1960.
16. European Economy (2009), "*Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*", Bruselas, Unión Europea, julio de 2009.
17. Fama, Eugene (1965-1974), "*Random walks in stock-market prices*", Financial analysis journal, jan-feb, 1995.
18. Fisher, Irving (1933), "*La Teoría de la Deuda-Deflación en las Grandes Depresiones*", Artículo traducido por Arturo Guillén publicado en la Revista Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía (México: IIEc-UNAM) Vol. 30, No. 119.
19. Freyssinet, Jacques (2007), "*El desafío de las políticas de empleo en el siglo xxi: la experiencia reciente de Europa occidental*", San Martín, Mino y Dávila.
20. Galbraith, James K. (2008), "*The Predator State: How Conservatives Abandoned the Free Market and Why Liberals Should Too*", Free Press.
21. García E. Norberto y Ruesga Benito Santos (Coord.) (2014), "*¿Qué ha pasado con la Economía Española? La Gran Recesión 2.0 (2008-2013)*", Ed. Pirámide.
22. Gardels, Nathan (2008), "*Entrevista a Joseph Stiglitz*", en Letras Libres, "Voces de la crisis financiera", noviembre de 2008.
23. Gill, L. (2010), "*Fundamentos y límites del capitalismo*". Ed Trotta.
24. Girón, Alicia (2009), "*El derrumbe del sistema financiero internacional. Análisis coyuntural*", México, UNAM-IIEc.
25. Girón, Alicia (2013), "*Europa, deudas soberanas y financiarización*", México, UNAM-IIEc.
26. Girón, Alicia (coord.) (2014), "*Entre la profunda recesión y la gran crisis: Nuevas interpretaciones teóricas y alternativas*", México, UNAM-IIEc.
27. Graziani, A. (1988), "*La teoría del circuito e la Teoria generale di Keynes*", en Mesori M. (eds.) Moneta e Produzione, Torino, Giulio Einaudi Editore, 1988.
28. Graziani, A. (2003), "*The Monetary Theory of Production*", Cambridge University Press, 2003.
29. Guillén Romo, Héctor (2011), "*Integración monetaria, crisis y austeridad en Europa*", en Revista Problemas del Desarrollo, núm. 165 (42), abril-junio 2011.
30. Guillén Romo, Héctor (2009), "*La crisis financiera de los créditos Ninja*", en Ciclos en la historia, la economía y la sociedad, No 35-36, 2009.

31. Guillen Romo, Héctor (2009), "La crisis financiera de los préstamos subprime" en Revista de Comercio Exterior, Vol. 59 núm. 12, 2009, págs. 947-969.
32. Guillén, H. (2013), "Las crisis: de la gran depresión a la primera gran crisis mundial del siglo XXI", México, Ed. ERA.
33. Gutiérrez Rodríguez, Roberto (2013), "La primera crisis financiera global del siglo XX: Origen, Contención e implicaciones productivas y laborales", Núm. 39, UAM, 2013.
34. Hayek von F. (1929), "Geldtheorie und Knjunktur theorie", J. Springer, Vienne, "Monetary Theory and the Trade Cycle", (1933). Londres: Jonathan Cape, trad. de (1929). "La Teoría Monetaria y el Ciclo Económico", trad. de (1929), Madrid: España.
35. Hayek, Von F. (1931), "Precios y Producción: Una Explicación de las Crisis de las Economías Capitalistas", Ediciones Acosta, Madrid, España, 1996.
36. Hudson, M. (2011), "Trade and Payments Theory in a Financialized Economy", en Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper núm 699.
37. Huerta de Soto, Jesús (1998), "Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos", Cuarta edición, Unión Editorial, Madrid, España, 1998.
38. Huerta, Arturo (2014), "Unión Monetaria y Crisis de la Zona Euro", Facultad de Economía, UNAM, 2014.
39. J. M. Keynes (1936), "La teoría general del empleo, el interés y el dinero", Ed. Fondo de Cultura Económica.
40. John Bellamy Foster y Fred Magdoff (2009), "The Great Financial Crisis", Monthly Review Press, Nueva York, 2009.
41. Kalecki, Michal (1970), "Estudios sobre la teoría de los ciclos económicos", Barcelona España, Colección Demos Editorial Ariel.
42. Kalecki, Michal (1972), "Estudios en la teoría de los ciclos económicos", Editorial Ariel.
43. Kervick, D. (2012), "Developing Nations", en New Economic Perspectives, mayo 4.
44. Keynes, J.M. (1937), "Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero", 2ª ed. Corregida, México, FCE, 1965.
45. Kindleberger, Charles P. (1992), "Manías, pánicos y cracs: Historia de las crisis financieras". Ed. Ariel, S.A., 1992.
46. Kodres, Laura (2008), "Una crisis de confianza... y mucho más", en Finanzas y Desarrollo núm. 8, junio de 2008.
47. Kondratieff, Nikolai D. (1926), "Los grandes ciclos de la actividad económica"; Gottfried Haberler (Ed.) "Ensayos sobre el Ciclo Económico", México: Fondo de Cultura Económica, segunda edición, 1956.
48. Kondratieff, Nikolai D. (1935), "Los grandes ciclos de la vida económica"; Ensayos sobre el Ciclo Económico; Gottfried Haberler compilador. Fondo de Cultura Económica, México, 2ª ed. 1956.
49. Kondratieff, Nikolai (1935), "Los ciclos económicos largos. Una explicación a la crisis", Editorial Fondo de Cultura Económica.
50. Kondratieff, Nikolai (1926), "Los ciclos largos de la coyuntura económica" Introducción y traducción de Luis Sandoval Ramírez, UNAM, IIEc, Ediciones del Lirio, 2008.
51. Krugman, Paul (2009), "El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual", Revista de Humanidades, Barcelona, Crítica, 2009.
52. Lapavitsas, Costas (2011), "La Crisis de la Financiarización", CLACSO, 2011.
53. Lordon, Frédéric (2009), "El porqué de las crisis financieras y cómo evitarlas", Ed. La Catarata, Madrid, 2009.
54. Malo de Molina, J. L. (2011), "El papel y los límites de las políticas económicas: fiscal, monetaria y macroprudencial" en Economistas nº 128, 2011.
55. Mandel, Ernest (1979) "Las ondas largas en la historia del capitalismo"; El capitalismo tardío: 106-144. México.
56. Mandel, Ernest (1986), "Las ondas largas del desarrollo capitalista", Ediciones Siglo XXI de España, Madrid, 1986.
57. Mántey, Guadalupe (1997), "Lecciones de economía monetaria", UNAM, México.
58. Marichal, Carlos, (2010), "Nuevas historias de las grandes crisis financieras. Una perspectiva mundial, 1873-2008", México-Madrid, Debate.

59. Martín -Aceña, Pablo (2013), "*Las crisis financiera en la España contemporánea, 1850-2012*", Madrid, Crítica.
60. Marx, Karl (1897), "*El Capital, Crítica de la Economía Política*", Tomo III, Fondo de Cultura Económica, México, 1968.
61. Maudos, Joaquín (2011), "*El impacto de la crisis en los bancos españoles, 2007-2011*", Universidad de Valencia, 2011.
62. Minsky, H. (1974), "*The modeling of financial instability: An Introduction*", Modelling and Simulation, Vol 5, part1.
63. Minsky, Hyman (1975), "*Las razones de Keynes*", Fondo de Cultura Económica, México
64. Minsky, Hyman y Fazzani S. (1984), "*Domestic Monetary Policy: If not Monetarism, What?*", *Journal of Economic Issues*, marzo 1984.
65. Minsky, Hyman (1982), "*Can 'It' Happen Again: Essays on Instability and Finance*", M. E. Sharpe Inc., Armonk N.Y., 1982. También "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of que Economy", en CH. P. Kindleberger & J.P. Laffargue (Eds). *Financical Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge University Press.
66. Minsky, Hyman (1986), "Stabilizing an unstable economy". McGraw-Hill, 2008 (First edition published in 1986 by Yale University Press).
67. Mishkin, F. (1987), "*Moneda, Banca y Mercados Financieros*", Pearson Educacion, México, 1987.
68. Mitchell, Wesley C. (1923), "*Los Ciclos Económicos*"; Ensayos sobre el Ciclo Económico; Gottfried Haberler compilador. Fondo de Cultura Económica, México, 2ª ed. 1956.
69. Mitchell, Wesley Clair (1927), "*Business Cycles: The problem and Its Setting*", U.S., 1927.
70. Mondragón, Héctor (1986), "*Los ciclos económicos en el capitalismo: 59-60*", Bogotá: Ediciones Aurora. ISBN 978-958-9136-42-3 Editorial Era, 2009.
71. Mundell, Robert A. (1961), "*A Theory of Optimum Currency Areas*", en *The American Economic Review*, Vol. 51, Issue 4 (Sep., 1961).
72. Organización Internacional del Trabajo, (2012), "Tendencias mundiales del empleo 2013".
73. Papadimitriou, D., and Wray, R. (2007), "*The April AMT Shock: Tax Reform Advice for the new majority*". Policy Note, The Levy Economics Institute of Board College, 2007.
74. Parguez, Alain (2013), "*La era de la austeridad*", publicado en *Ola Financiera*, Mayo-Agosto de 2013, pp. 158-180. Publicado por primera vez en español en *la revista Investigación Económica*, 201, julio-septiembre de 1992, pp. 45-63. Tomado de *Economie Appliquée*, tomo XLII, núm. 1. Traducción de Alberto Supelano; revisión de Luis Lorente. Transcripción de Lia Nákid Cordero y Roberto Gutiérrez Torres.
75. Pisani Ferry, J., (2012), "*The Euro crisis and the new impossible trinity*", en *Bruegel Policy Contribution* 2012/1.
76. Pureco, Alfredo (2004), "*Crisis en el sistema financiero japonés*", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords). *Economía Financiera Contemporánea*. Tomo III. 1a Edición, 2004.
77. Rapoport, M y NB, (2010), "*Las grandes crisis del capitalismo contemporáneo*", Buenos Aires: Capital Intelectual-Le Monde Diplomatique.
78. Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff (2009), "*This Time is Different*". Princeton, NJ: Princeton University Press.
79. Rodríguez Vargas, José de Jesús (coordinador) (2012), "*Ciclo Económico, Teorías y Políticas Económicas*", 2012.
80. Samuelson, Paul A. (1973), "*Curso de Economía Moderna*", Madrid, Aguilar, S.A., decimoséptima edición, sexta reimpresión, 1979.
81. Schumpeter Joseph A. (1935), "*Análisis del Cambio Económico*"; Gottfried Haberler (Ed.) *Ensayos sobre el Ciclo Económico*: 17-34. México: Fondo de Cultura Económica, segunda edición, 1956.
82. Schumpeter Joseph A. (1939), "*Ciclos Económicos*" 113-459. Prensas Universitarias de Zaragoza, 2002. ISBN 84-7733-602-4.
83. Schumpeter Joseph A. (1939), "*Business Cycle: A Theoretical Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*", Porcupine Pr. Philadelphia, 1989.- ISBN 0-87991-263-4. Traducción al castellano de Jordi Pascual: "*Ciclos económicos: análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista*". Zaragoza, Prensas Universitarias, 2002.

84. Schumpeter, Joseph A. (1939), "*Ciclos Económicos*", España, Prensas Universitarias de Zaragoza, 2002.
85. Schumpeter, Joseph A. (1912), "*Teoría del Desarrollo Económico*", México, Fondo de Cultura Económica, 1976.
86. Serrano, Felipe (2010), "*The spanish fiscal policy during the 'great recession'*", Journal of Post Keynesian Economics, vol. 32, núm. 3, pp. 371-387.
87. Shaikh, A. "*Valor, acumulación y crisis*". Ed Tercer mundo editores.
88. Sterdyniak, Henri (2010), "*Manifeste d'économistes atterrés*", édition Les Liens qui Libèrent, 2010.
89. Strachey, J. (1935), "*Naturaleza de las Crisis*", México, Ediciones El Caballito, 1973.
90. Sweezy, P. (1942), "*Teoría del desarrollo capitalista*". Ed. Fondo de Cultura Económica.
91. Toporowski, Jan (2005), "*Theories of Financial Disturbance. An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day*". Edward Elgar.
92. Toporowski, Jan (2010), "*Excess Debt and Asset Deflation*", In: Kates, Steven, (ed.), Macroeconomic Theory and Its Failings: Alternative Perspectives on the World Financial Crisis. Edward Elgar Publishing Limited, pp. 221-234.
93. Toporowski, Jan (2010), "*Why the World Economy Needs a Financial Crash' and other Critical Essays On Finance and Financial Economics*", London: Anthem Press 2010.
94. Toribio-Dávila, Juan José (2011), "*Áreas monetarias óptimas y la experiencia europea: algunas reflexiones*", Información Comercial Española-Revista de Economía, núm. 863, noviembre-diciembre, pp. 13-19.
95. Torrero Mañas, Antonio (2008), "*La crisis financiera internacional y económica española*", Madrid, Ed. Encuentro.
96. Torrero Mañas, Antonio (2010), "*La crisis financiera y sus efectos sobre la economía española*", Serie Documentos de Trabajo, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social - Universidad de Alcalá, 2010.
97. Tsatsaronis, K., and H. Zhu (2004), "*What Drives House Price Dynamics: Cross-county Evidence*" BIS Quarterly Review, March 2004.
98. Von Mises, Ludwig (1912), "*Teoría del dinero y del crédito*", Aguilar, Madrid, 1936.
99. Wicksell, K. (1936), "*Interest and Prices. A Study of the Causes Regulating the Value of Money*", Londres, Macmillan, 1998.

### **Bibliografía electrónica**

1. Bellod Redondo, José Francisco (2014), "*El impacto de la crisis en el deterioro alimentario en España*", Grupo de Investigación "Economía, Territorio y Medio Ambiente", UPCT, publicado en [www.eumed.net](http://www.eumed.net) en 2014.
2. Bellod, Redondo, J. F. (2014), "*Desigualdad y Pobreza en España*", publicado en [www.academia.edu](http://www.academia.edu).
3. Guerrero, D. (2009), "*Una aproximación polémica a la teoría marxista de la crisis económica*", publicado en [www.chamosaurio.wordpress.com](http://www.chamosaurio.wordpress.com).
4. <http://www.addmeet.com/blog/los-ciclos-inmobiliarios/>.
5. <http://www.zonaeconomica.com/ciclos-economicos>.
6. Hunt, Lacy (2011), "*Three Competing Theories*", Hoisington Asset Management, publicado en [www.excellentfuture.ca](http://www.excellentfuture.ca).
7. Jiménez, E. y Pérez L. (2007), "*Teoría de los Ciclos Económicos*"; Zonaeconomica, Internet, edición electrónica.
8. Luengo, Fernando (2016), "*Aumentar los salarios para salir de la crisis*", publicado en [www.blogs.publico.es](http://www.blogs.publico.es) el 10 de julio de 2016.
9. [www.20minutos.es](http://www.20minutos.es), publicado el 17 de febrero de 2010.
10. [www.abc.es](http://www.abc.es), publicado el 05 de febrero de 2010.
11. [www.economia.elpais.com](http://www.economia.elpais.com), publicado el 22 de mayo de 2010.
12. [www.economia.elpais.com](http://www.economia.elpais.com), publicado el 26 de febrero de 2013.
13. [www.economia.elpais.com](http://www.economia.elpais.com), publicado el 9 de mayo de 2012.
14. [www.elpais.com](http://www.elpais.com), publicado el 11 de junio de 2010
15. [www.elpais.com](http://www.elpais.com), publicado el 17 de mayo de 2011.

16. [www.elpais.com](http://www.elpais.com), publicado el 30 de junio de 2014.
17. [www.elpais.com](http://www.elpais.com), publicado el 19 de junio de 2014.
18. [www.expansion.com](http://www.expansion.com), publicado el 14 de junio de 2013.
19. [www.fotocasa.es](http://www.fotocasa.es), publicado en Junio de 2014.
20. [www.heraldo.es](http://www.heraldo.es), publicado el 27 de marzo de 2014.
21. [www.idealista.com](http://www.idealista.com), publicado el 09 de enero de 2014.
22. [www.idealista.com](http://www.idealista.com), publicado el 22 de julio de 2009.
23. [www.notariado.org](http://www.notariado.org), sin fecha de publicación
24. [www.pisos.com](http://www.pisos.com), publicado el 14 de enero de 2014.
25. [www.politica.elpais.com](http://www.politica.elpais.com), publicado el 19 de julio de 2014.
26. [www.publico.es](http://www.publico.es), publicado el 18 de julio de 2014.
27. [www.publico.es](http://www.publico.es), publicado el 21 de noviembre de 2014.
28. [www.publico.es](http://www.publico.es), publicado el 24 de julio de 2011.
29. [www.publico.es](http://www.publico.es), publicado el 30 de septiembre de 2011.
30. [www.xabierpita.es](http://www.xabierpita.es), publicado en febrero de 2010.