



REAL ACADEMIA
DE INGENIERÍA

Los Martes de la Academia

**LA CRISIS ECONÓMICA ACTUAL.
SUS ORÍGENES Y CARACTERÍSTICAS.
MEDIDAS PARA SALIR DE LA MISMA.**

Conferencia dictada por el Académico
Excmo. Sr. D. Juan-Miguel Villar Mir
Presidente del Grupo Villar Mir
Presidente del Grupo OHL

Madrid, 27 de enero de 2009

LA CRISIS ECONÓMICA ACTUAL. SUS ORÍGENES Y CARACTERÍSTICAS. MEDIDAS PARA SALIR DE LA MISMA.

Índice

1. INTRODUCCIÓN.....	3
1.1. Modelos económicos.....	3
1.2. Ciclos económicos	4
2. EL ORIGEN DE LA ACTUAL CRISIS FINANCIERA MUNDIAL	5
2.1. La fase expansiva 1992-2007.....	5
2.2. Crecimiento de la liquidez.....	10
2.3. Regulación insuficiente	13
2.4. Un nuevo esquema del negocio bancario: “generar para distribuir”	13
2.5. Las hipotecas subprime	16
2.6. El “apetito por el riesgo”.....	17
3. EL ESTALLIDO DE LA CRISIS	18
3.1. Pinchazo de la burbuja inmobiliaria en EE.UU.....	18
3.2. Los primeros avisos	18
3.3. Hundimiento de los activos hipotecarios	19
3.4. Impacto sobre los mercados financieros	19
3.5. Desaparición de la banca de inversión.....	22
3.6. Comparación con la crisis del 29 y la Gran Depresión	23
4. MEDIDAS ADOPTADAS CONTRA LA CRISIS EN EL MUNDO	25
4.1. Primera fase de las medidas anticrisis: expansión de la liquidez.....	25
4.2. Segunda fase: los gobiernos al rescate de las entidades financieras	30
4.3. Tercera fase: estímulo de la actividad económica	33
4.3.1. Impacto de la crisis financiera sobre la economía real en el mundo.....	33
4.3.2. Medidas de estímulo a la actividad económica.....	35
4.4. Duración, alcance y modulación de las medidas anticrisis. Posibles riesgos	37
5. EL CASO DE ESPAÑA: CONJUNCIÓN DE DOS CRISIS	39
5.1. Peso excesivo del sector inmobiliario.....	39
5.2. Endeudamiento exterior.....	45
6. REFLEXIONES SOBRE MEDIDAS A TOMAR EN ESPAÑA.....	51
6.1. Reajuste del sector inmobiliario.....	51
6.2. Inversión en infraestructuras.....	52
6.3. Mejora de la competitividad	54

Excelentísimo Señor Presidente de la Real Academia de Ingeniería.

Excelentísimos Señores Académicos.

Señoras y Señores.

1. Introducción

1.1. Modelos económicos

El género humano, a lo largo de su evolución en la tierra, ha establecido modelos de organización y de convivencia en el ámbito político-social y en el económico.

- En el ámbito político-social la historia ha conocido dos formas básicas de organización: la democracia y la dictadura. En la primera de ellas, la capacidad de decisión reside en el pueblo y el funcionamiento institucional gira en torno a la división de poderes, mientras que en la dictadura el poder se halla en manos de una persona o de un reducido número de personas.
- En el ámbito económico existen también dos formas básicas de organización: la economía de mercado, en la que las decisiones sobre qué producir y qué comprar son tomadas por una multitud de agentes económicos —empresas y consumidores—, y la economía estatalizada o planificada, donde es el Estado quien toma las decisiones económicas de forma unilateral.

La historia muestra que la economía de mercado es el sistema que ha proporcionado los mayores niveles de bienestar y prosperidad, y que los mayores niveles de paz, justicia y libertad se alcanzan con la democracia.

Ambos ámbitos son paralelos: la economía de mercado es a la economía planificada lo que la democracia es a la dictadura, ya que tanto en la economía de mercado como en la democracia las decisiones las toma el pueblo, como conjunto de individuos que componen la sociedad; mientras que en las economías planificadas y en las dictaduras las decisiones se toman por un dictador no sujeto al control del pueblo. La democracia es superior a la dictadura por razones de justicia y libertad. Y el mercado es superior a la economía planificada por haber conducido siempre a niveles superiores de eficiencia, bienestar y prosperidad.

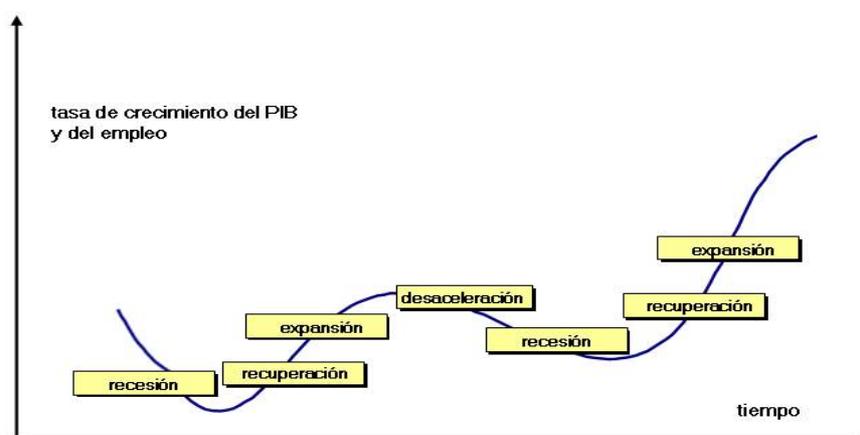
La crisis por la que atraviesa la economía mundial en estos momentos veremos que es consecuencia del mal funcionamiento de los mecanismos del mercado, por fallos

regulatorios y por fallos sustantivos. Pero el que se hayan producido fallos en un régimen de mercado no debe poner en duda la superioridad, constatada históricamente en todas las latitudes, del régimen de mercado sobre las economías estatificadas.

1.2. Ciclos económicos

Un rasgo característico de la economía de mercado es que funciona de forma cíclica, es decir mediante una sucesión regular de etapas de expansión seguidas de etapas de recesión. Durante la etapa expansiva, el consumo y la inversión empresarial progresan a un ritmo creciente, impulsando el crecimiento de la renta y del empleo, pero ese crecimiento, que se autoalimenta en las fases de expansión, tiende a generar una serie de desequilibrios, con aumento de la inflación, de los tipos de interés y del endeudamiento de los agentes económicos.

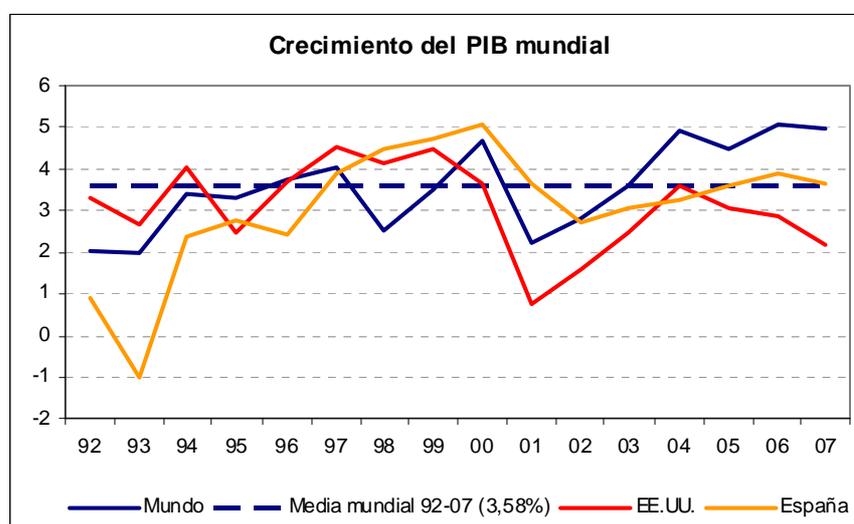
Llega un momento en que estos desequilibrios comienzan a frenar el consumo y la inversión, haciendo insostenible la continuación del crecimiento económico. Se inicia entonces una etapa de declive, durante la cual la actividad económica se frena y el empleo y la renta crecen menos o incluso decrecen, al mismo tiempo que comienzan a corregirse los desequilibrios generados en la anterior fase expansiva. La inflación se modera, los tipos de interés descienden, aumenta el ahorro y el endeudamiento se reduce. Cuando la corrección de los desequilibrios se ha completado, los consumidores y empresas se encuentran en disposición de volver a consumir más y a invertir más, iniciándose entonces, primero una recuperación y después una nueva fase expansiva, en la que el proceso descrito vuelve a repetirse.



2. El origen de la actual crisis financiera mundial

2.1. La fase expansiva 1992-2007

Al esquema básico de funcionamiento del ciclo económico, se le pueden sumar en ocasiones circunstancias de muy diverso tipo que acentúan o intensifican tanto la fase expansiva como la recesiva. Así, entre 2004 y 2007 la economía mundial ha vivido la etapa expansiva más intensa desde comienzos de los años 70. Durante esos cuatro años las tasas de crecimiento en el conjunto del mundo nunca se situaron por debajo del 4,5%, con una tasa media anual acumulativa del orden del 5%, frente a una tasa media, ya alta, del 3,6% en todo el período comprendido entre 1970 y 2008¹..



Fuentes: FMI, MEH, INE.

Son varios los motivos que explican la intensidad de esta fase expansiva a escala mundial en los últimos 15 años:

- En primer lugar, la globalización de la economía, que resulta de la liberalización de los flujos comerciales y financieros, así como de la aparición de nuevos actores en el escenario económico internacional, como China, India o los antiguos países comunistas. La caída del muro de Berlín en 1989 ha constituido en este sentido un factor decisivo, ya que ha supuesto una ampliación extraordinaria del régimen de mercado en el mundo, que ha hecho posible una organización mucho más

¹ Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook database.

eficiente de la actividad productiva, elevando con ello la capacidad de crecimiento a largo plazo.

De hecho, sólo tres años después de la integración, en 1989, del bloque de los antiguos países comunistas en la economía global, es decir, a partir de 1992 y hasta 2007 –tras la última etapa de desaceleración económica entre el 90 y el 91-, comienza una etapa de crecimiento intenso y con tasas ascendentes para el conjunto de las economías emergentes, que refleja precisamente esa contribución positiva y cada vez mayor de este grupo de países (incluyendo China) a la economía mundial de mercado.

- Por otro lado, el avance tecnológico ha impulsado cambios profundos en los procesos productivos y en la forma de organizar la actividad productiva, reduciendo costes y aumentando la productividad.
- Además, las políticas de oferta (reformas estructurales, liberalización y desregulación), puestas en práctica en todo el mundo desde la década de los 80, han promovido unos mercados mucho más flexibles, eficientes y competitivos.
- Y en el plano financiero, ha existido una gran abundancia de liquidez, resultante del mantenimiento de unas políticas monetarias muy expansivas durante un periodo de tiempo prolongado, tras el estallido de la crisis de las denominadas “punto.com” en el año 2000.

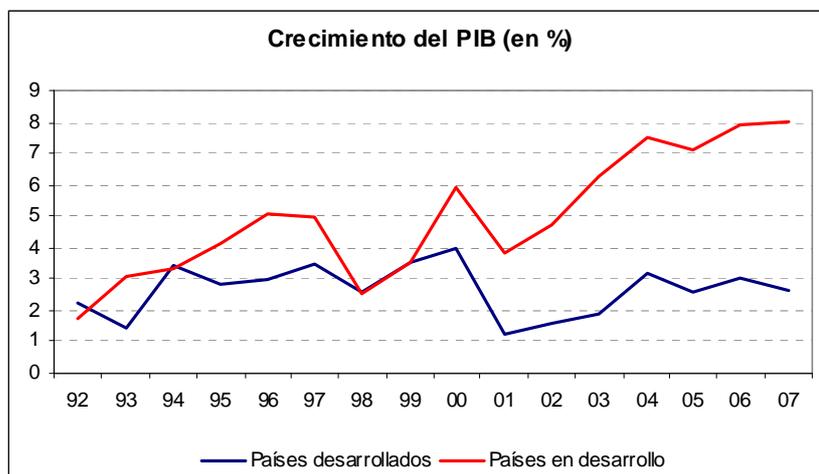
Uno de los fenómenos más destacables de este crecimiento en los últimos años ha sido el importante papel que han desempeñado en el mismo las economías emergentes, que durante el periodo 2004-2007 han presentado un extraordinario dinamismo, con tasas de crecimiento superiores al 7%, frente a una media del 2,8% en las economías avanzadas². Probablemente éste ha sido el periodo en el que más rápida y profundamente han avanzado dichos países en su proceso de desarrollo.

El caso más relevante es el de China, que con crecimientos superiores al 10% entre 2004 y 2007³, se ha convertido en un actor clave en el escenario económico mundial, no sólo por ser uno de los mayores competidores internacionales, sino también por ser

² FMI, World Economic Outlook Database

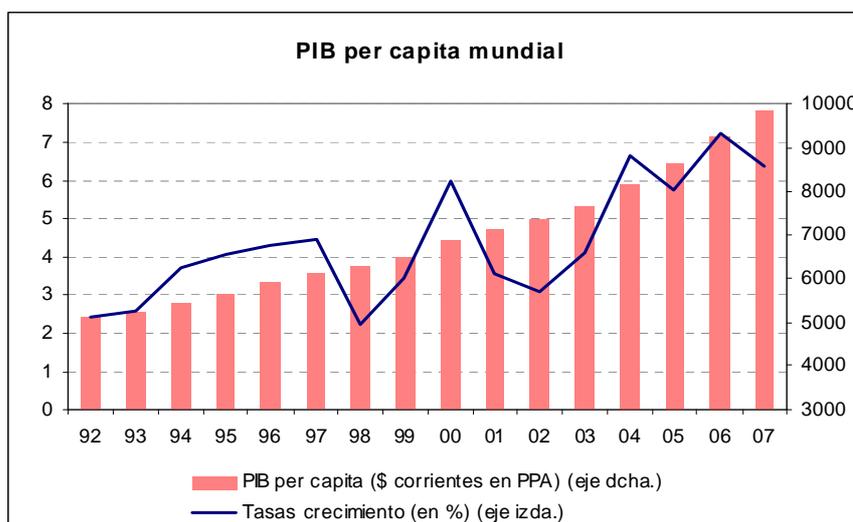
³ FMI, World Economic Outlook Database

uno de los principales proveedores de ahorro, y por tanto de financiación, al conjunto de la economía mundial, gracias a su importante acumulación de excedentes por cuenta corriente, que entre 2005 y 2007 se han situado entre el 7,2% y el 11,3% anual de su PIB⁴.



Fuente: FMI

En definitiva, el periodo 2004-2007 ha sido el de mayor prosperidad, bonanza, bienestar y desarrollo en más de 30 años, lo que se refleja en la evolución del PIB per capita mundial, que durante esos cuatro años ha crecido a una tasa media acumulativa anual del 6 al 7%⁵.

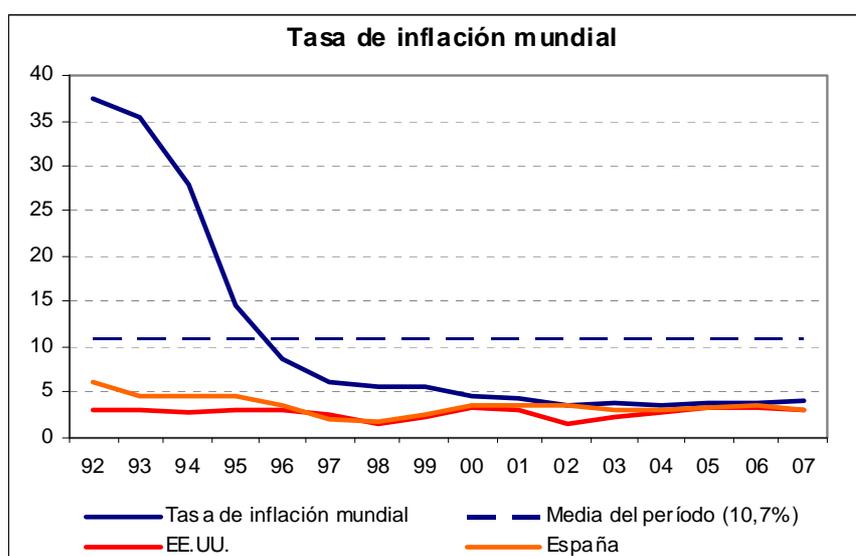


Fuente: Banco Mundial

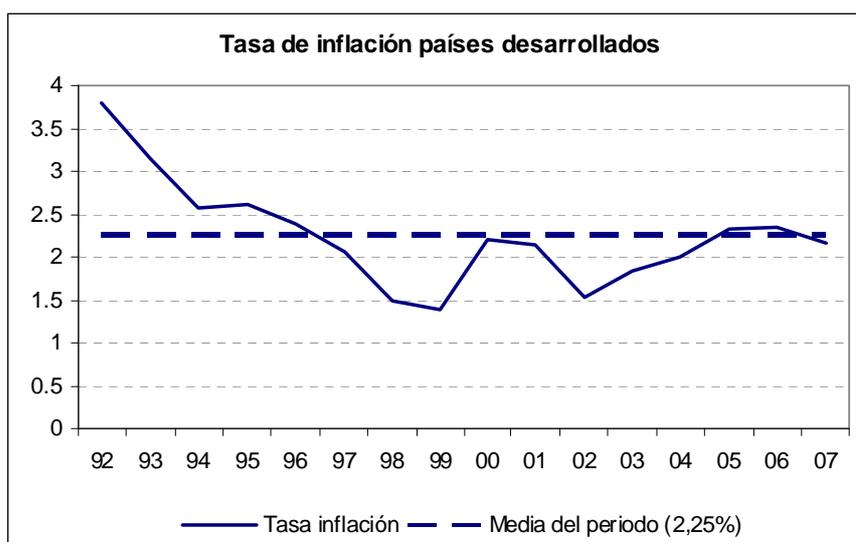
⁴ FMI, World Economic Outlook Database

⁵ Banco Mundial

Otra de las características más reseñables de este período de crecimiento ha sido la ausencia de uno de los elementos que, de acuerdo con los mecanismos cíclicos descritos, suelen acompañar habitualmente las fases expansivas: la inflación. La tasa media para el conjunto de la economía mundial se situó en el 3,7%, frente a las tasas de dos dígitos registradas hasta mediados de los años 90. En el caso de los países desarrollados, la tasa media de inflación durante el período 2004-2007 fue aún más baja, el 2,2%, nivel en el que ya se movía desde mediados de los años 90, pero que contrasta vivamente con una tasa de inflación media del 5,6% entre 1980 y 1995⁶.

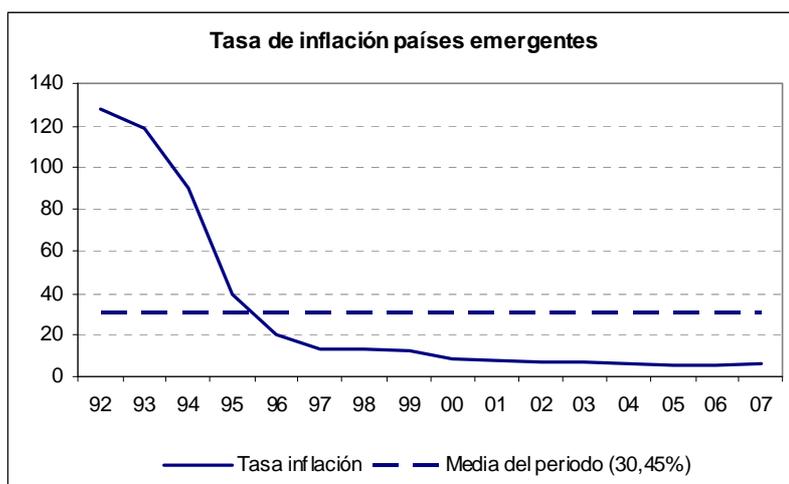


Fuente: Fondo Monetario Internacional, MEH e INE



Fuente: Fondo Monetario Internacional

⁶ Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook database.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Este fenómeno de reducción de la inflación en un periodo de intenso crecimiento se explica básicamente por dos circunstancias:

- En primer lugar, el proceso de globalización, que impulsó el traslado de las actividades más intensivas en trabajo hacia las nuevas economías emergentes de Asia y Europa del Este, lo que supuso una considerable reducción de costes que se ha transmitido hacia el conjunto del sistema productivo, resultando en una relajación de las tensiones inflacionistas.
- En segundo lugar, el manejo más ortodoxo y orientado hacia la estabilidad de las políticas monetaria y fiscal en los países en desarrollo, que desde la segunda mitad de los 90 superan el tradicional problema de hiperinflación que les había acompañado casi ininterrumpidamente desde los años 70.

Tras la finalización de esa etapa de gran crecimiento, la economía mundial se va a situar en una profunda crisis. En efecto, cuando la fase expansiva se había agotado y ya se iniciaba la siguiente fase cíclica de declive, estalló una de las crisis financieras más agudas de la historia, cuyo desencadenante fue el hundimiento, en agosto de 2007, de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. La crisis financiera, así, agudizó y aceleró la crisis hacia la que ya se encaminaba la economía real, arrastrando a una profunda recesión a los países desarrollados, cuyos gobernantes se han visto obligados a tomar medidas de emergencia para salvar al sistema financiero del colapso y evitar que la economía se hunda en una depresión.

Esta crisis financiera, la más grave desde el crack del 29, es el resultado de la confluencia de una serie de circunstancias, que a continuación comentaremos:

- En primer lugar, fallos en los esquemas de regulación y supervisión financiera de muchos países desarrollados, especialmente Estados Unidos.
- En segundo lugar, errores de política monetaria.
- Y, por último, una gestión, en bastantes casos, poco responsable de las entidades financieras, propiciada por la búsqueda del beneficio rápido a corto plazo, en lugar de la creación de valor a largo plazo, sin atender a criterios de prudencia, de sensatez, ni de suficiente análisis del riesgo.

2.2. Crecimiento de la liquidez

En el año 2000 se pinchó la burbuja bursátil originada en los últimos años del siglo en torno a las denominadas empresas “puntocom”, arrastrando a la economía mundial a una crisis económica, que además fue intensificada por los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos.

Los bancos centrales de todo el mundo reaccionaron con una agresiva política de recortes de los tipos de interés.

En Estados Unidos, la Reserva Federal, conducida por Greenspan, rebajó el precio del dinero desde el máximo del 6,50% alcanzado en la segunda mitad de 2000 hasta el 1,75% a comienzos de 2002 y hasta el 1% a mediados de 2003. La autoridad monetaria, que sin la amenaza de la inflación en el horizonte no tenía ninguna prisa por endurecer su política, no volvió a iniciar un nuevo ciclo de subidas de tipos de interés hasta bien entrado el año 2004, y no alcanzó de nuevo el nivel del 5% hasta 2006, pese a que la economía ya se encontraba nuevamente en expansión desde 2003.

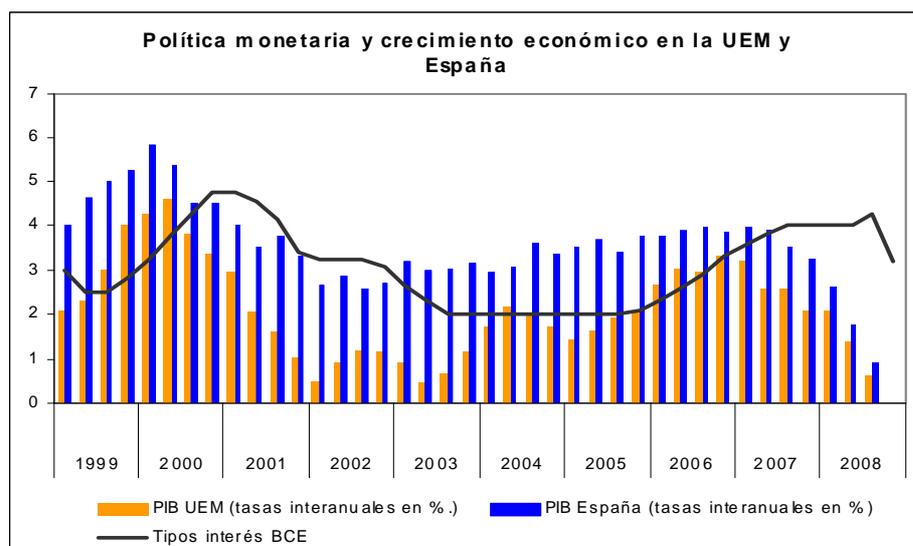


Fuente: Ministerio de Economía

En Europa, el Banco Central Europeo también recortó sus tipos de interés de referencia, aunque de forma menos agresiva, desde un máximo del 4,75% a comienzos de 2001 hasta un 2% a mediados de 2003, nivel en el que, ante la ausencia de tensiones inflacionistas, se mantuvieron invariables hasta finales de 2005.

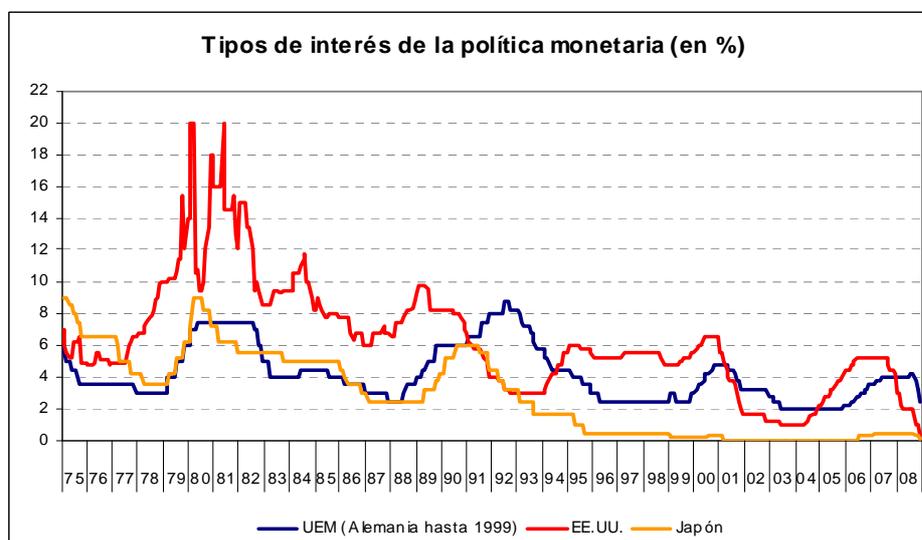
Si bien las tasas de crecimiento en la zona euro fueron más bien modestas hasta 2006, está claro que el reducido nivel del tipo de interés de referencia durante un periodo de tiempo tan prolongado, propició un importante proceso de expansión monetaria también en Europa.

Por otra parte, dada la heterogeneidad de situaciones dentro del área euro, una política monetaria considerada apropiada para el conjunto de la zona, resultaba ser demasiado expansiva para algunas economías que, como la española o la irlandesa, se encontraban inmersos en un proceso expansivo sin precedentes.



Fuente: Ministerio de Economía

El Banco de Japón, por su parte, ya desde 1995 mantenía los tipos de interés en un nivel extremadamente reducido –por debajo del 1%– como medida para luchar contra una deflación que mantenía a su economía sumida en un estancamiento crónico desde hacía más de 10 años.



Fuente: Ministerio de Economía.

La consecuencia inevitable de la extraordinaria relajación de las condiciones monetarias en todo el mundo durante un periodo de tiempo prolongado, además de un fuerte crecimiento de la actividad económica, fue la generación de una sobreabundancia de liquidez a escala global, entendiendo por liquidez la cantidad de

dinero en circulación; concepto que engloba, no sólo los billetes y monedas físicos, sino también los depósitos bancarios y otros activos muy líquidos.

En búsqueda de una colocación rentable, esa enorme masa de liquidez impulsó una formidable expansión del crédito hipotecario en numerosos países, y la generación de burbujas inmobiliarias en buena parte del mundo.

2.3. Regulación insuficiente

Si a la circunstancia anterior añadimos algunos marcos regulatorios en el ámbito financiero excesivamente permisivos, tenemos los dos ingredientes básicos del cóctel explosivo que ha desencadenado la actual crisis financiera que estamos padeciendo.

Así, en Estados Unidos, al amparo de dicha regulación —o mejor dicho de la deficiencia o cuasi-ausencia de ésta—, muchos directivos y gestores modificaron el esquema tradicional de funcionamiento del negocio bancario con el objeto de aprovechar las oportunidades de generación rápida de beneficios que ofrecía la situación de bonanza económica y de sobreabundancia de crédito.

2.4. Un nuevo esquema del negocio bancario: “generar para distribuir”

En efecto, la actividad bancaria, que comienza a extenderse en el siglo XIV, surge a partir de la aceptación de depósitos de sus clientes por parte de los cambistas de moneda, que pronto comienzan a realizar pagos por cuenta de dichos depositantes y a conceder créditos. El esquema tradicional de negocio de los bancos se ha sustentado desde entonces en la captación de depósitos, que formaban el pasivo del negocio, con los que se concedían préstamos, que integraban el activo, manteniendo siempre una correspondencia entre ambas partidas.

Pero en los últimos años, este esquema, que había guiado el tradicional negocio bancario durante siglos y sobre el que se había sustentado la solidez y la solvencia del sistema financiero, se alteró. Y muchas entidades, ante una gran abundancia de liquidez, trataron de superar los límites al crecimiento impuestos por el tamaño de sus fondos propios y de sus depósitos. Y lo hicieron a través de un mecanismo, que ha resultado perverso, sustentado sobre la denominada titulización de los activos hipotecarios y su venta a otros agentes.

La titulización de activos hipotecarios consiste en la creación de títulos que agrupan créditos hipotecarios que se encuentran en el balance de una entidad financiera, y que se pueden vender a otros inversores, proporcionando de esta forma una nueva liquidez a la misma entidad financiera. Esta práctica, bien administrada, tiene muchas ventajas. Amplia la oferta de títulos a disposición de los potenciales inversores, que de esta forma pueden diversificar su cartera de activos, y constituye una vía adicional para dirigir el ahorro en una economía desde los agentes excedentarios hacia los demandantes del mismo.

No obstante, en el caso de Estados Unidos esta práctica ha revestido peculiaridades que la convirtieron en una verdadera bomba de relojería.

Así, una vez materializada la venta de estos títulos, los créditos que esos títulos llevaban incorporados desaparecían del balance de las entidades que los originaron, quedando de esta forma el riesgo únicamente asumido por el comprador de los mismos, que así se convertía en el nuevo y único titular de los derechos sobre esa deuda. En definitiva, la venta de los activos titulizados suponía la venta de los créditos hipotecarios a otro agente diferente y separado del banco que los concedió en su origen.

Por otra parte, el proceso de innovación financiera condujo al desarrollo de productos estructurados, consistentes en la separación, dentro de un mismo título, de porciones de diferentes créditos hipotecarios, muy heterogéneos entre sí y con diferentes grados de riesgo.

Con el fin de agilizar el proceso y sacar cuanto antes de su balance estos activos, muchas entidades financieras, sobre todo en EE.UU., crearon sociedades denominadas “vehículos” que, financiándose a corto plazo, compraban inmediatamente a la entidad financiera los activos estructurados.

Posteriormente, esos vehículos revendían los activos estructurados en el mercado, fundamentalmente a inversores institucionales y fondos de inversión. Y, por si esto fuera poco, la situación se hace más grave y compleja por la generación de un entramado de productos derivados vinculados a esos paquetes de hipotecas.

Estos títulos, una vez colocados en el mercado, podían venderse nuevamente a otros inversores, y de esta forma las hipotecas que los integraban iban circulando, con letra de la copla gitana “como la falsa moneda, que de mano en mano va y ninguno se la queda”.

Aquí las Agencias de *Rating* desempeñan un papel clave dentro de la maquinaria de generación de la crisis. Los bancos con prestigio consiguieron que las agencias de calificación crediticia concedieran las máximas calificaciones a los paquetes que vendían, en virtud de la tradición de seriedad y solvencia de estas entidades y de sus clientes; aunque, como veremos, la garantía de esos productos era, en realidad, muy dudosa. De esta manera, el riesgo de estos activos se distribuye por todo el sistema financiero mundial, de una forma poco transparente, debido a la dificultad para valorar el riesgo en este tipo de productos tan complejos.

Con la liquidez obtenida de la venta de estos títulos, los bancos concedían nuevos préstamos, que nuevamente eran titulizados, empaquetados y colocados en el mercado a través de nuevas sociedades vehículos. Este proceso se expandió y prolongó de forma masiva e indefinida, hasta el punto de que algo, que en un principio era un medio, se convirtió en un fin en sí mismo, de modo que se llegaba a buscarse el negocio en el propio proceso de generación, empaquetación y distribución de títulos, en lugar de en la actividad crediticia tradicional, lo que dió lugar a que este modelo de negocio bancario, de titularizar como objetivo, fuera bautizado con el nombre de “generar para distribuir”⁷.

La búsqueda de la liquidez necesaria para mantener en funcionamiento esta maquinaria de forma indefinida se convierte en una obsesión, aunque sin grandes problemas para ser materializada dada la enorme abundancia de recursos con los que los bancos centrales estaban inundando los mercados. Junto al recurso al crédito proporcionado por el propio mercado, y canalizado a través de los vehículos de inversión creados al efecto, las entidades financieras disponían de otras vías para obtener liquidez, apelando al propio banco central o a los mercados interbancarios.

⁷ Múltiples referencias en informes, prensa, etc. Por ejemplo, Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre 2007, pág. 16, primer párrafo.

De esta forma, comienza a desaparecer la tradicional correspondencia entre el tamaño de los recursos propios (capital y reservas) y ajenos (depósitos de los clientes del banco) de un lado, y el volumen de los activos del banco de otro, sin respetar el porcentaje mínimo de fondos propios del banco, que según las recomendaciones del Consejo de Supervisión Bancaria de Basilea debería situarse como mínimo en el 8% y que como consecuencia de estas prácticas cae muy por debajo de este nivel. Además, los vehículos financiaban sus inversiones, recuperables sólo a largo o muy largo plazo, mediante la emisión de títulos a corto plazo, que tenían que ser renovados continuamente en el mercado.

El riesgo de esta situación es evidente, puesto que si el mercado deja de proporcionar esta financiación, la entidad se ve abocada a una situación de suspensión de pagos.

2.5. Las hipotecas subprime

Otro aspecto de gran relevancia en este esquema de negocio es que implica una peligrosa alteración de los métodos de gestión del negocio bancario tradicional, puesto que, al eliminar los créditos hipotecarios concedidos del balance de los bancos, éstos no tenían incentivo alguno para asegurarse de la solvencia de los prestatarios. Su interés consistía en conceder más y más préstamos, ya que ahora el beneficio estaba en el volumen de todos los que pudieron colocarse en el mercado, sin preocuparse en muchos casos por la calidad de los mismos ni por la capacidad de pago de los deudores.

Además, se consideraba que, en todo caso, al contar con la garantía del inmueble hipotecado, como su valor ascendía año a año de forma imparable, el riesgo de impago era un aspecto no preocupante. Asimismo, muchas entidades bancarias no tuvieron ningún reparo en conceder créditos por un importe superior al valor de la vivienda hipotecada —que el prestatario aprovechaba para comprar bienes de consumo—, rompiendo con la saludable práctica de limitar el volumen del crédito al 70 u 80% del mismo, puesto que en un entorno de ascenso continuo del precio de la vivienda, se asumía que en pocos meses el valor de mercado de la vivienda habría superado con creces el importe del préstamo.

Estas circunstancias favorecieron una fuerte expansión en Estados Unidos del mercado de créditos hipotecarios denominado “subprime”, formado por créditos de mayor riesgo, incluso de baja o muy baja calidad, concedidos a individuos de dudosa solvencia, y que llegó a representar en torno al 10 ó 15% del mercado de créditos hipotecarios estadounidense⁸. Además, el desarrollo de este mercado, que se vió amparado por la inexistencia de límites regulatorios al respecto, fué también favorecido por el peculiar funcionamiento de la actividad inmobiliaria en el país norteamericano, a través de brokers cuya única mira es la de maximizar el número y volumen de operaciones.

En suma, a través de los mecanismos descritos se crea en el mercado financiero una situación a la que nos podríamos referir con el término de “burbuja” en torno a los activos hipotecarios, del mismo modo, y de forma paralela, a la burbuja que se estaba inflando en el propio mercado de la vivienda. Con la particularidad de que aquella burbuja englobaba un volumen enorme de créditos de alto riesgo o *subprime*, y con el acompañamiento del deterioro continuado y profundo de la calidad de los balances de muchas entidades financieras.

2.6. El “apetito por el riesgo”

Hay que tener en cuenta, asimismo, que la búsqueda de rentabilidad para la enorme masa de recursos financieros que fluían por el mundo, en un contexto de gran pujanza económica a escala mundial, de expectativas muy favorables y de tipos de interés muy bajos, hizo a los inversores olvidarse del riesgo.

Se hablaba entonces del “apetito por el riesgo”. Cualquier activo, por dudoso que resultara, ya fueran títulos hipotecarios, deuda corporativa, deuda soberana de países emergentes, o de cualquier otro tipo, era absorbido inmediatamente por el mercado, a unos precios muy por encima de los que correspondían a su grado de peligrosidad, provocando una caída sin precedentes de las primas de riesgo hasta niveles mínimos históricos. Siempre se ha dicho que “el dinero es muy miedoso”, pero entre 2003 y 2007 parecía que ya no tenía miedo a nada.

⁸ Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre 2007, pág. 15, línea 5.

3. El estallido de la crisis

3.1. Pinchazo de la burbuja inmobiliaria en EE.UU.

Llega un momento, que puede fecharse a comienzos de 2006, en que la fase cíclica expansiva por la que había atravesado la economía estadounidense llega a su fin. Esta circunstancia desencadena una serie de efectos que desembocan en la crisis financiera más grave desde 1929. La burbuja inmobiliaria que se había formado en este país se “pincha”, aunque de una forma suave y lenta. Los precios de la vivienda comienzan a caer, el crecimiento económico se frena, y numerosos deudores, especialmente en el segmento *subprime*, ya no pueden pagar su hipoteca. O incluso, pudiendo pagarla, ante la pérdida de valor de la vivienda, deciden dejar de hacerlo, puesto que la deuda es ahora superior al precio de la vivienda.

Este fenómeno se entiende más si tenemos en cuenta el entorno cultural y legal en el que esto ocurre, ya que al ciudadano norteamericano no le resulta tan traumático como al de otros países el dejar de atender a los pagos de su hipoteca y entregar las llaves de su vivienda a la entidad bancaria ante el planteamiento de una situación de dificultad para pagar, ya que en USA lo normal es que no exista una garantía personal en los créditos hipotecarios, como en otros países. En España, por ejemplo, si el valor del inmueble es inferior a la deuda contraída, la deuda no se salda sólo con la entrega del inmueble, sino que el deudor debe responder con todo su patrimonio hasta saldar la totalidad de la deuda⁹.

3.2. Los primeros avisos

Los primeros avisos de lo que se avecinaba ya se produjeron en marzo de 2007. Durante este mes se produjeron algunos “movimientos sísmicos” de cierta magnitud en los mercados financieros como consecuencia de la quiebra de varias entidades hipotecarias especializadas en hipotecas de alto riesgo, y de la revelación por parte de la Asociación de Bancos Hipotecarios de que el número de impagos de créditos se había disparado. A mediados de junio la agencia de calificación Moodys anuncia la

⁹ Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre 2008, pág. 32, párrafo 2°.

rebaja en el *rating* de los productos estructurados, acción que sería secundada días después por Standard and Poors.

Pero la situación no estalló hasta mediados de julio de 2007. El desencadenante fue la comunicación por parte del banco de inversión Bear Stearns de la quiebra de dos de sus fondos de inversión, que habían adquirido paquetes de créditos hipotecarios "titulizados". A partir de este momento, los acontecimientos se precipitan de manera muy rápida.

3.3. Hundimiento de los activos hipotecarios

En los primeros días de agosto de 2007 se conoció que varias entidades hipotecarias norteamericanas se encontraban en bancarrota. El pánico se extendió rápidamente y el precio en el mercado de los títulos hipotecarios y productos estructurados cayó en picado. Y el valor del activo de las entidades que mantenían este tipo de títulos en sus carteras, cayó igualmente, ya que, de acuerdo con las normas internacionales de contabilidad, los activos deben ser valorados conforme a su precio de mercado. En realidad, el mercado de estos productos se paralizó, dejó de ser líquido, de manera que al no existir un mercado para los mismos no se podía establecer una valoración de su precio.

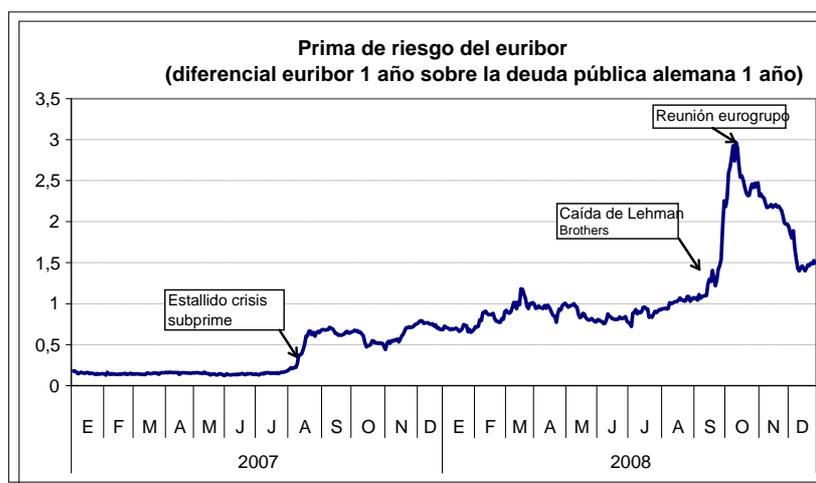
Muchos bancos en Estados Unidos y en Europa sufrieron cuantiosas pérdidas, ya fuese por la caída del valor de los títulos que mantenían en su poder, o por la necesidad de traspasar importantes sumas de capital a los vehículos a través de los cuales habían invertido en los productos estructurados, para cubrir las pérdidas de estos y hacerse cargo de sus obligaciones de pago, en los casos en que estas sociedades gozaban de la garantía de su matriz.

3.4. Impacto sobre los mercados financieros

Al caer el valor del activo por debajo del pasivo, muchas entidades financieras entraron en situación de quiebra técnica. Los mercados interbancarios se paralizaron ante la desconfianza con respecto al grado de implicación de cada entidad en este

tipo de inversiones, con lo que el flujo de crédito interbancario se redujo drásticamente.

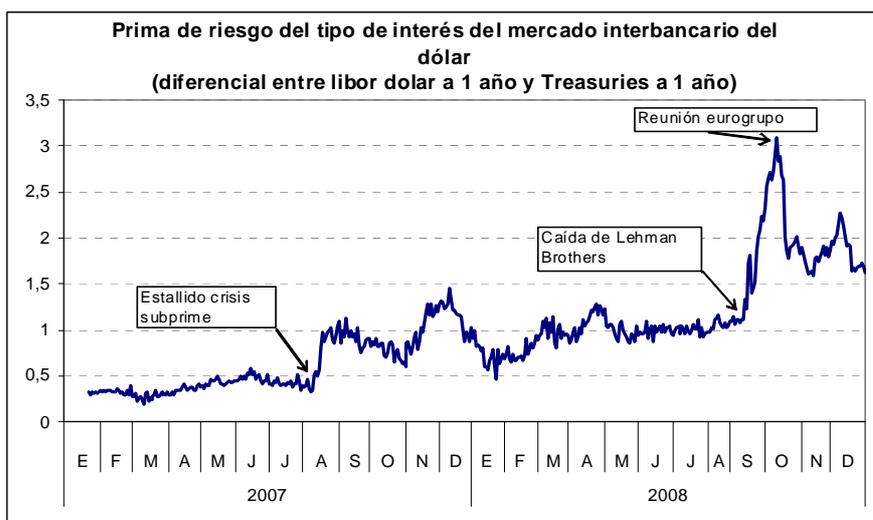
Esto hizo que en Europa los tipos de interés interbancarios comenzasen a subir, a causa del incremento de la prima de riesgo, aunque de una forma todavía moderada. El euríbor a 1 año, que durante todo el mes de julio, previo al estallido de la crisis se había mantenido muy estable en torno al 4,55%, comenzó a ascender¹⁰. Los tipos de interés interbancarios de Estados Unidos, por el contrario, se mantuvieron bastante estables en los primeros momentos, entorno al 5,25% en el caso de los tipos a un año¹¹, debido a las expectativas de recortes por parte de la Reserva Federal, que pronto se materializaron. No obstante, dicho nivel fue superior al que cabría esperar teniendo en cuenta la cuantía de las bajadas de tipos esperadas, lo quiere decir que la prima de riesgo que incorporaron también se movió al alza.



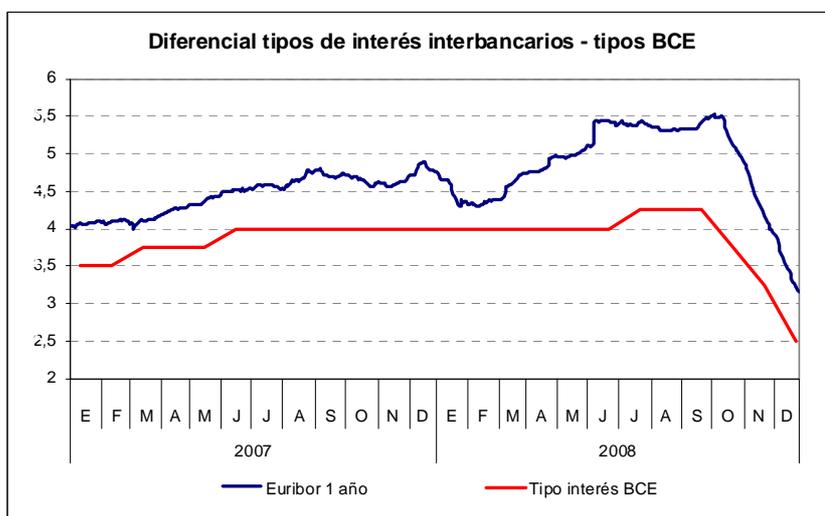
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Bundesbank y del Ministerio de Economía

¹⁰ Ministerio de Economía, base de datos online.

¹¹ Reuters, datos en www.bsmarkets.com.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Reuters y de la Reserva Federal



Fuente: MEH

La crisis prosigue su marcha y se acrecientan los aprietos por los que atraviesan multitud de sociedades de inversión, así como numerosos bancos, que debían hacer frente al pago de sus deudas a corto plazo mediante nuevos préstamos, con lo que las pérdidas siguen aumentando. Ante la falta de liquidez, la enorme incertidumbre y la necesidad de reequilibrar los balances, las entidades financieras comienzan a restringir el crédito a familias y empresas.

Los problemas se extendieron con rapidez a otro tipo de instituciones financieras, como las denominadas “monolines” o compañías aseguradoras de bonos, que no podían hacer frente a los multimillonarios pagos que debían asumir por el impago de los activos que habían asegurado.

3.5. Desaparición de la banca de inversión

La mayor parte de las instituciones de banca de inversión estaban profundamente implicadas en la operativa descrita, ya que, con sus propios recursos, compraban hipotecas en el mercado, que después empaquetaban, titulizaban y revendían, obteniendo un beneficio en el proceso. El desplome del mercado de estos activos les sorprendió con un gran volumen de los mismos aún en sus carteras, arrastrándolas a la bancarrota.

En poco más de un año, toda la banca de inversión estadounidense desaparece. En algunos casos, engullida por bancos comerciales, como sucede con Bear Stearns, comprado por JP Morgan en marzo de 2008, o Merrill Lynch comprado por Bank of America en septiembre de 2008. En otros, como Lehman Brothers, simplemente cerrando por quiebra siendo sus activos repartidos entre diferentes compradores; mientras que otros se convierten en bancos comerciales, como es el caso de Morgan Stanley. Se produce así la paradoja de que la banca de inversión, que en su forma actual surgió precisamente a partir de la primera gran crisis financiera de la historia, la crisis del 29, desaparece a raíz de la segunda gran crisis, la actual.

En efecto, en 1933, tras la desintegración del sistema financiero que siguió al crack del 29, se aprobó la *Glass-Steagall Act*, que estableció la segregación de las actividades de banca comercial y de banca de inversión, que deberían ser desempeñadas por entidades diferentes. A partir de entonces surge en Estados Unidos la diferenciación entre banca comercial, que es la que realiza banca minorista, captando depósitos y concediendo préstamos, y la denominada banca de inversión, que, no realiza captación de depósitos, y se dedica a finanzas corporativas, distinción que se ha mantenido hasta nuestros días, aunque aquella ley fue derogada en 1999.

3.6. Comparación con la crisis del 29 y la Gran Depresión

Son muchos los paralelismos entre esta crisis y la del 29. En ambos casos, el origen se encuentra en los excesos cometidos en los años de pujanza económica previos a su estallido; excesos derivados en última instancia, tanto entonces como ahora, de la expansión de la masa monetaria y de unos tipos de interés muy reducidos.

En 1927 la Reserva Federal cometió el error de rebajar los tipos de interés en plena ebullición económica, desde el 4% hasta el 3,5%¹², cediendo a las presiones de Reino Unido y Francia, que registraban crisis crónicas en sus balanzas de pagos debido a la salida de capitales atraídos por la mayor rentabilidad de los activos norteamericanos. Este recorte de tipos desató un intenso proceso especulativo que condujo a la formación de una burbuja, que, si en la crisis actual ha sido inmobiliaria y ligada a los activos hipotecarios, en los años previos a la catástrofe del 29 se localizó principalmente en el mercado de valores.

La práctica desencadenante de la crisis en aquella ocasión fue la compra de valores bursátiles mediante créditos garantizados por los propios valores adquiridos. Esta operativa proporcionaba una jugosa rentabilidad a los bancos que concedían dichos créditos, ya que la demanda de los mismos fue tan exorbitante que los tipos de interés aplicados llegaron a situarse en el 12%, y en algunos momentos incluso en el 15%¹³. En consecuencia, las entidades financieras desviaron hacia la misma un volumen inmenso de recursos, que fueron detraídos de otras actividades productivas, lo cual, ya en 1928, comenzó a dejar sentir sus efectos en forma de una acusada desaceleración de la actividad industrial.

Cuando la burbuja bursátil estalló y el precio de las acciones se desplomó, los inversores no pudieron devolver los créditos, y el valor de los títulos que servían de garantía ya no era suficiente para cubrir el importe de los mismos, lo que provocó la bancarrota de cientos de bancos. Las situaciones de pánico protagonizadas por depositantes que corrían a retirar sus ahorros de unas entidades en quiebra, en las que ya no confiaban, asestaron el golpe definitivo al sistema financiero, que se

¹² John K. Galbraith: *El crash de 1929*, pág.25.

¹³ John K. Galbraith: *El crash de 1929*, págs. 37 y 85.

derrumbó sin que las autoridades hicieran nada por evitarlo. Durante los meses que siguieron al estallido de la crisis desaparecieron más de 700 bancos, aunque durante la década de los 30 se estima que sólo en Estados Unidos¹⁴ fueron 9.000 las entidades que cerraron sus puertas.

Otra semejanza con la situación actual fue el brusco frenazo del crédito que siguió al estallido de la crisis. Los bancos supervivientes dejaron de conceder créditos porque tenían que utilizar todos los recursos de que podían disponer para recomponer sus deteriorados ratios de capital, lo que unido a la destrucción de un gran volumen de depósitos derivada del cierre de cientos de bancos, y el fuerte ascenso de la propensión a mantener efectivo por parte del público —porque ya nadie se fiaba de los bancos—, conllevó una contracción sin precedentes de la masa monetaria, lo que no fué corregido desde las instancias públicas.

La política fiscal agravó el problema al tratar de mantener a toda costa, al menos en los primeros años, el equilibrio de las cuentas públicas —aunque sin éxito— mediante subidas de impuestos. El resultado fue una profunda depresión, que pronto se propagó por todo el mundo, y que la economía norteamericana no superaría definitivamente hasta la Segunda Guerra Mundial. El PIB real norteamericano no recuperó el nivel de 1929 hasta 1936, aunque, debido a la deflación, en términos nominales no lo igualaría hasta 1941¹⁵, mientras que la tasa de paro, que desde un 3,2% se disparó hasta un 24,9%, no caería por debajo del 5% hasta 1942, con el país ya formalmente en guerra¹⁶.

¹⁴ Múltiples referencias. Ver, por ejemplo, en Wikipedia http://en.wikipedia.org/wiki/Great_Depression

¹⁵ Bureau of Labor Statistics.

¹⁶ Rudiger Dornbusch y Stanley Fisher, *Macroeconomía*, pág. 506.

4. Medidas adoptadas contra la crisis en el mundo

4.1. Primera fase de las medidas anticrisis: expansión de la liquidez

Aunque son muchas las semejanzas, en sus orígenes, entre la crisis financiera actual y la de 1929, hay una enorme diferencia en su tratamiento; pues en 1929 no hubo reacción de las autoridades económicas y ahora, en cambio, esas autoridades están actuando con decisión y de forma coordinada a nivel mundial, para impedir el colapso del sistema financiero y suavizar el impacto de la crisis financiera sobre la economía real.

Desde los primeros momentos del estallido de la crisis, los bancos centrales de los principales países comenzaron a realizar inyecciones extraordinarias de liquidez para contrarrestar la paralización de los flujos de créditos en los mercados interbancarios.

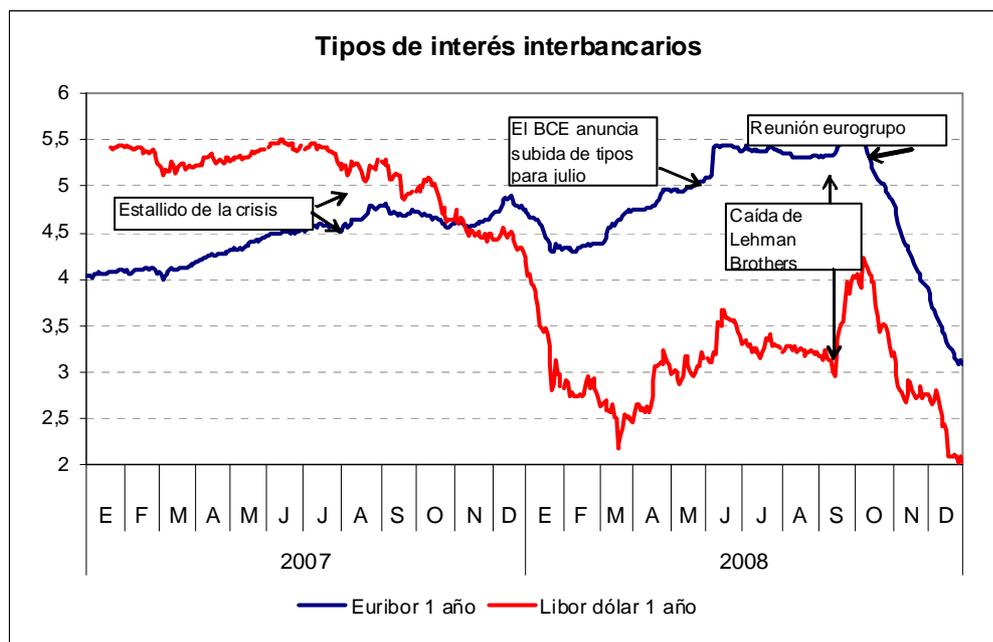
El Banco de Inglaterra, poco consciente en un primer momento de la magnitud de la crisis, fué el único que se negó a intervenir, alegando el peligro de lanzar el mensaje de que el mundo financiero podía haber actuado irresponsablemente ya que el banco central tenía que acudir a su rescate. No obstante, pocas semanas después se vio obligado a rectificar y no tuvo más remedio que lanzar, él también, sucesivos salvavidas a su sistema financiero.

En Estados Unidos, la Reserva Federal recortó los tipos de interés, ya en septiembre de 2007, en 50 puntos básicos, desde el 5,25% hasta el 4,75%, recorte al que siguieron otros en los meses posteriores, hasta el 4,25% en diciembre de 2007 y hasta el 2% en abril de 2008¹⁷.

Estas agresivas rebajas del precio del dinero hicieron posible que los tipos interbancarios del dólar se movieran a la baja, aunque la desconfianza entre las entidades financieras propició un aumento de los diferenciales de riesgo con los que estos tipos cotizan.

El Banco Central Europeo, por su parte, no siguió a la Reserva Federal en sus bajadas de tipos, pero sí canceló la subida que había anunciado dos meses antes.

¹⁷ Ministerio de Economía, base de datos.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Reuters y del Ministerio de Economía

Así, durante la primera fase de la crisis, los protagonistas de las intervenciones para salvar el sistema financiero del caos fueron los bancos centrales, cuyas medidas iban dirigidas básicamente a proporcionar liquidez al sistema para evitar un colapso por paralización del crédito interbancario.

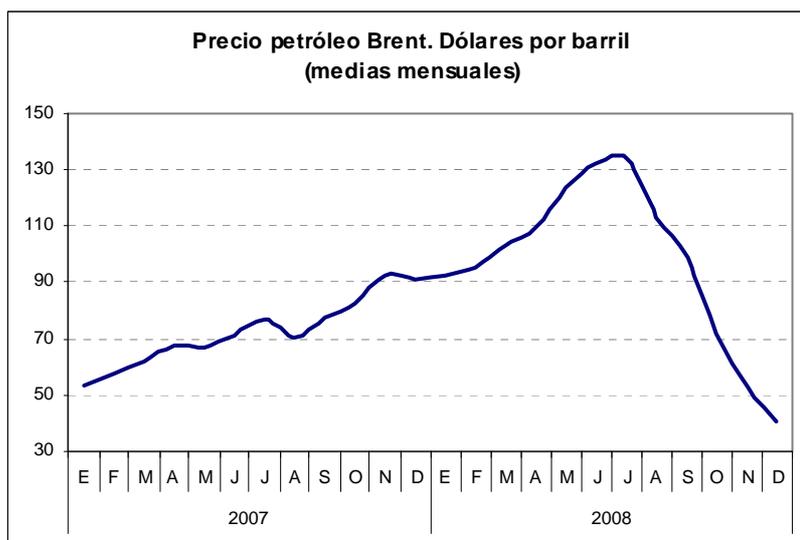
Pero el éxito de estas medidas fué limitado. Tras sufrir diversos altibajos y pese a las continuas inyecciones de liquidez, el euríbor a un año inicia una nueva senda ascendente a partir del mes de marzo de 2008, desde niveles en el entorno del 4,38% hasta el 5,10% a comienzos de junio de 2008¹⁸; mientras que el libor del dólar al mismo plazo escala hasta un máximo del 3,68% en junio¹⁹. A mismo tiempo, se disparan las primas de riesgo de la deuda privada y el crédito a las familias y la financiación a las empresas se hace cada vez más escasa.

Todo esto tiene lugar dentro de un fuerte repunte de la inflación, como consecuencia del alza del precio del crudo y de las materias primas agrícolas desde septiembre de 2007. La cotización del barril de Brent pasa de costar 70,83 dólares de media en agosto de 2007 a costar 91,24 dólares en diciembre de ese mismo año, alcanzando el

¹⁸ Ministerio de Economía, base de datos online.

¹⁹ Reuters, datos en www.bsmarkets.com.

máximo en julio de 2008, con una media mensual de 133,39 dólares²⁰. Es decir, el precio casi se duplicó en menos de un año. La crisis financiera no ha sido ajena al origen de esta escalada. Muchos capitales huidos de la bolsa y de los productos financieros más convencionales, buscaron rentabilidad y refugio en el mercado del crudo y de las materias primas agrícolas, impulsando sus precios.



Fuente: Ministerio de Economía

Como consecuencia, la tasa de inflación en Europa, que hasta agosto de 2007 se había mantenido muy estable entorno al 1,8%, ascendió hasta el 3,1% en diciembre de ese mismo año, y hasta el 3,6% en marzo de 2008, alcanzando su máximo en los meses del junio y julio de 2008, con un 4% en cada uno de ellos²¹. En Estados Unidos la inflación había fluctuado entre el 2% y el 2,7% durante la primera mitad de 2007, para ascender hasta el 4,3% en enero de 2008, tocando techo en el 5,6% en el mes de julio²².

Las mayores expectativas inflacionistas se reflejaron en los tipos de interés a largo plazo, que inician también una senda ascendente. El rendimiento de la deuda pública a 10 años en Estados Unidos arranca de un mínimo del 3,34% a mediados de marzo, para situarse en un máximo del 4,27% a mediados de junio 08²³. La referencia en

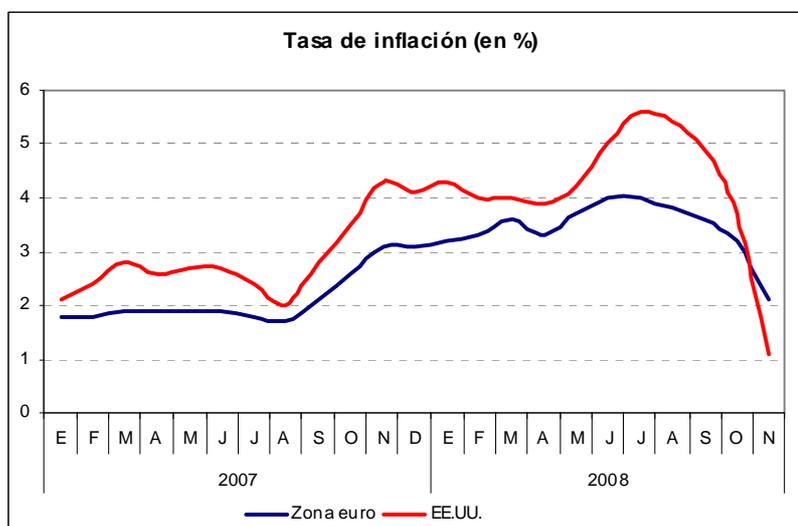
²⁰ Ministerio de Economía, base de datos online.

²¹ Eurostat, base de datos online.

²² Census Bureau de Estados Unidos.

²³ Reserva Federal.

Europa, el bono alemán a 10 años, asciende desde un 3,83% hasta un máximo del 4,76% a principios de julio 08²⁴.



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics

Como respuesta al aumento de las tensiones inflacionistas, el BCE decidió subir los tipos de interés en el mes de julio de 2008 hasta el 4,25%, advirtiendo además de que habría nuevas subidas, anuncio que fué muy cuestionado y que disparó una vez más el euríbor a un año hasta niveles del 5,40% en el mismo mes²⁵.

A raíz de la declaración de quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, las tensiones en los mercados financieros se recrudecieron. La confianza de los inversores, muy mermada ya tras un año de turbulencias, terminó de desplomarse y las tensiones en los mercados interbancarios se agudizaron, impulsando otra vez los tipos de interés y dificultando aún más el acceso al crédito, y transmitiendo la crisis financiera hacia la economía real. El euríbor a un año subió desde un 5,34% en los días anteriores a dicho episodio hasta un máximo del 5,53% en los primeros días de octubre²⁶, mientras que el libor del dólar al mismo plazo, que desde los máximos del mes de junio había descendido hasta el 2,95% gracias a las expectativas de recortes de la Reserva Federal, repunta con fuerza hasta alcanzar un nuevo máximo del 4,23% en la primera semana de octubre²⁷.

²⁴ Bundesbank

²⁵ Ministerio de Economía, base de datos online

²⁶ Ministerio de Economía, base de datos online

²⁷ Reuters, datos en www.bsmarkets.com.

En una acción concertada entre los bancos centrales de las principales áreas económicas, la política monetaria recortó los tipos de interés el 8 de octubre en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% en la zona euro y hasta el 1,50% en Estados Unidos. Unas semanas después habría nuevos recortes, hasta el 3,25% en la eurozona y hasta el 1% en Estados Unidos. Además, el Banco Central Europeo anunció que proporcionaría toda la liquidez, que se demandara y sin límites, al tipo de interés fijado.

No obstante, pronto se puso de manifiesto que la eficacia de este tipo de medidas era limitada, debido a que no actuaban sobre el núcleo del problema, que era y es todavía la falta de confianza en la solvencia de las instituciones financieras, origen último de los problemas de desconfianza mutua entre los bancos.

Las entidades bancarias no se prestan entre sí porque no se fían las unas de las otras y no proporcionan crédito a sus clientes finales porque necesitan destinar todos sus recursos a recomponer sus ratios de capital. En consecuencia, la inmensa masa de liquidez liberada por las autoridades monetarias se queda en los bancos que la reciben y no se pone en circulación.

Por este motivo, la Reserva Federal pone en marcha una serie de nuevas medidas, consistentes en la creación de una serie de facilidades de crédito para la adquisición de papel comercial y para dar créditos al consumo, a estudiantes y a pequeñas empresas, así como para la compra de activos a los fondos de inversión en el mercado monetario.

Estas facilidades creadas por la autoridad monetaria estadounidense tienen por objeto sustituir a los mercados de deuda privada que han dejado de funcionar y proporcionar financiación a las familias para que puedan seguir consumiendo y a las pequeñas empresas para que puedan seguir funcionando, ya que los bancos habían cerrado completamente el grifo del crédito.

Finalmente, el 16 de diciembre pasado, la Reserva Federal hizo otro anuncio sin precedentes en la historia de la Institución, al recortar los tipos de interés hasta un objetivo situado entre el 0% y el 0,25%. Y simultáneamente aprueba la compra a gran

escala de títulos hipotecarios para sostener el mercado inmobiliario y la apertura de créditos directos para financiar a hogares y empresas, “puenteando” con ello la función de intermediación que corresponde al sistema financiero porque éste sigue sin funcionar de forma adecuada.

4.2. Segunda fase: los gobiernos al rescate de las entidades financieras

Los gobiernos, sumando su actuación a la de los bancos centrales, comenzaron a tomar medidas dirigidas a salvar a las entidades financieras en apuros.

El primero en actuar fué el gobierno británico, que en febrero de 2008 nacionalizó el banco Northern Rock. En julio de 2008 las autoridades federales norteamericanas tomaron el control del segundo banco hipotecario del país, IndyMac, y anunciaron medidas para sostener a las dos grandes agencias hipotecarias estadounidenses, Freddie Mac y Fannie Mae, que dos meses después tuvieron que ser también nacionalizadas.

Pero fue a partir de la antes citada quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, cuando, ante la evidencia de la magnitud de la catástrofe financiera, y de la incapacidad de las medidas de política monetaria para salvar por sí solas la situación, se multiplicaron las intervenciones de los gobiernos, mediante el lanzamiento de millonarios programas de salvamento, consistentes en

- nacionalizaciones,
- o aportaciones directas de capital a los bancos para corregir los desequilibrios entre activos y pasivos,
- o adquisición directa de títulos contaminados.

El objetivo de de estas actuaciones era restablecer la solvencia de las entidades bancarias para sostener el sistema financiero, recuperar la confianza y reanudar el funcionamiento fluido del mismo.

Se inicia así lo que podría considerarse como una segunda fase en la adopción de medidas para luchar contra la crisis; fase que está marcada por dos hitos fundamentales:

- La presentación de un inmenso plan de rescate en Estados Unidos, por valor de 700.000 millones de dólares a finales del pasado mes de septiembre, destinado inicialmente a adquirir activos contaminados a los bancos para sanear sus balances, y
- la reunión extraordinaria del Eurogrupo del 12 de octubre, también de 2008.

En esta última, los jefes de gobierno de la UE acordaron la adopción de las siguientes medidas:

- El lanzamiento de planes de recapitalización para los bancos en dificultades.
- La garantía pública de la deuda emitida por las entidades financieras. Y
- la ampliación de los depósitos mínimos garantizados por los fondos de garantía de depósitos. Esta última medida tenía por finalidad devolver la confianza a los ahorradores, para evitar posibles pánicos bancarios como los de la crisis del 29.

Los anuncios de inyecciones de dinero público en bancos con problemas se multiplican a partir de este momento, y el Tesoro norteamericano, siguiendo el ejemplo de la Unión Europea, da un giro radical a su programa de rescate de 700.000 millones de dólares, inicialmente previstos para adquirir activos a los bancos, y anuncia que también destinará esos fondos a aportar capital a los bancos con problemas.

En el caso de España no ha sido necesario tomar medidas para recapitalizar los balances de los bancos, puesto que, como ya se ha indicado, los principales problemas de las entidades financieras españolas no son de solvencia, sino de liquidez. Lo cual no quiere decir que, en el futuro, si la morosidad derivada de la fuerte recesión de la economía sigue creciendo, no acaben resintiéndose sus ratios de solvencia hasta el punto de que sea necesario que el gobierno acuda al rescate

mediante recapitalizaciones semejantes a las de las entidades europeas y norteamericanas.

Las medidas adoptadas por el gobierno español han estado dirigidas, por ello, a proporcionar liquidez a las entidades financieras, mediante dos tipos de actuaciones:

- La concesión de avales, a la deuda emitida por éstas, por valor de 100.000 millones de euros. Se espera que de este modo se recupere la confianza y vuelva a fluir el crédito hacia los bancos y cajas.
- La creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros. Este fondo, cuya cuantía es en principio de 30.000 millones de euros ampliables a 50.000 millones, obtiene recursos de la emisión de deuda pública y posteriormente los destina, o bien a conceder a las entidades financieras préstamos garantizados por sus títulos hipotecarios, o bien a la adquisición directa de dichos activos hipotecarios. Se trata con ello de crear un mercado artificial de financiación que sustituya a los inoperantes mercados interbancarios.

Con este mismo fin cabe destacar la ampliación a 29.000 millones de euros de la línea para la financiación de las PYMES a través del ICO, de los cuales, como gran novedad, 19.000 millones serán destinados a la concesión de créditos para financiar el capital circulante.

La reunión del Eurogrupo marca un punto de inflexión en la evolución de los tipos de interés interbancarios, que inician una trayectoria descendente desde los máximos de principios de octubre. A finales de dicho mes, el euríbor a un año cae hasta el 4,87%, un mes después hasta el 3,95%, y en los últimos días del año, con los tipos de referencia de la política monetaria del BCE en el 2,50%, se sitúa ya por debajo del 3%. También los tipos del mercado interbancario del dólar inician una acusada trayectoria a la baja desde el máximo del 4,23% de principios de octubre hasta niveles de entorno al 2,75% a finales de noviembre.

Dichos descensos, tanto en el área del euro como en la del dólar, no sólo reflejan la orientación expansiva de las políticas monetarias, sino también un descenso de las

primas de riesgo que incorporan los tipos interbancarios. No obstante, éstas siguen en niveles muy elevados, lo que indica que, aunque las medidas comienzan a producir sus efectos y la confianza comienza a retornar lentamente, el mercado interbancario está aún muy lejos de la normalidad, y el crédito todavía va a tardar algún tiempo en comenzar a fluir de nuevo, debido a la necesidad de las entidades de recomponer sus balances.

Pese a los problemas que siguen existiendo, la bajada de tipos interbancarios es una muy buena noticia para las endeudadas familias españolas, cuyas finanzas personales van a recibir un considerable balón de oxígeno en 2009. Y esta buena noticia se une también a otra buena noticia con el cambio de rumbo en la evolución del precio del petróleo. Tras las espectaculares subidas de la primera mitad de 2008, a partir de septiembre se produce un acusado cambio de tendencia, que lo lleva hasta el entorno de los 40 dólares en el mes de diciembre, un nivel que no se veía desde comienzos del año 2005²⁸.

La bajada del precio del crudo unido a la debilidad de la demanda se han traducido en un retroceso de la inflación, que en la zona euro ha caído por debajo del 2% en diciembre²⁹, mientras que en Estados Unidos se situó por debajo de esa barrera ya a partir del mes de noviembre³⁰.

4.3. Tercera fase: estímulo de la actividad económica

4.3.1. Impacto de la crisis financiera sobre la economía real en el mundo

Como indicamos al principio, el origen de la crisis financiera se encuentra en el debilitamiento de la economía, derivado del agotamiento de la fase alcista del ciclo y del final del *boom* inmobiliario en Estados Unidos. Es decir, la crisis financiera ha sido consecuencia del inicio de la crisis en la economía real. Pero, a su vez, ha impactado con severidad sobre esta última, intensificándola y dándole una dimensión diferente, mucho más profunda, compleja y peligrosa que la de una fase recesiva habitual de un ciclo económico normal.

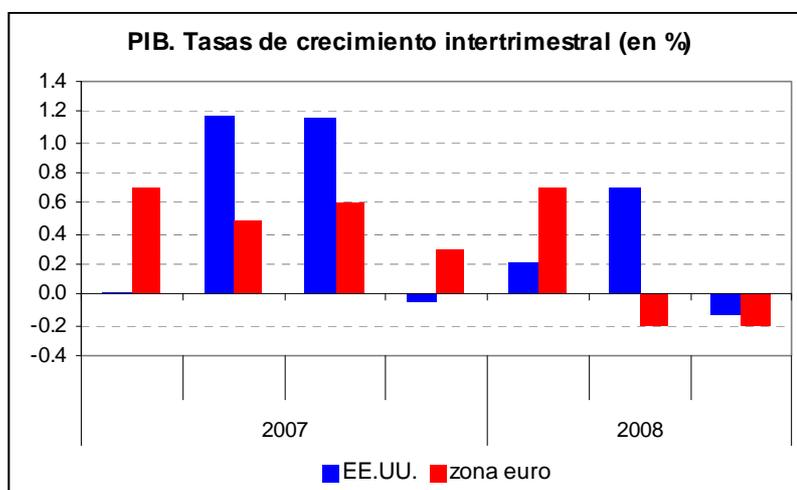
²⁸ Ministerio de Economía, base de datos online.

²⁹ Eurostat.

³⁰ Bureau of Labor Statistics. Dato de noviembre: 1,7%

Es a partir de la tormenta desatada tras la quiebra de Lehman Brothers, cuando comienza a ser evidente que el impacto de la crisis financiera sobre la actividad económica está siendo mucho más grave de lo que se pensaba. Sus principales mecanismos de transmisión han sido la subida de los tipos de interés y la restricción del crédito. Estos dos factores, unidos a la pérdida de capacidad adquisitiva por el aumento de la inflación durante la primera mitad del año pasado 2008, han constituido una combinación letal para el consumo y la inversión empresarial.

El PIB de la zona euro registró su primera contracción en el segundo trimestre del año 2008, un -0,2% intertrimestral, al que siguió un resultado idéntico en el tercer trimestre³¹. Estados Unidos resistió con sorprendente fortaleza los envites de la crisis financiera durante el primer semestre, debido a varios motivos, como el plan de estímulo fiscal del gobierno, consistente en una devolución de impuestos a los ciudadanos, y en el impulso procedente del sector exterior gracias a la caída del dólar. Pero ya en el tercer trimestre sufre la primera caída intertrimestral en el nivel de actividad, con un resultado del -0,1% (-0,5% en tasa trimestral anualizada)³².



Fuente: MEH

Hasta la caída de Lehman Brothers, los países emergentes apenas habían sufrido las consecuencias de la crisis financiera mundial. Entre 2003 y 2007 habían crecido a un vertiginoso ritmo del 7,4%³³ de media cada año, y durante la primera mitad de 2008

³¹ Eurostat

³² Bureau of Economic Analysis, EE.UU.

³³ Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database

continuaron avanzando a un ritmo muy dinámico, sólo algo inferior al del año anterior. Sus balanzas comerciales continuaban presentando superávit y seguían acumulando reservas exteriores. Las primas de riesgo de su deuda se movían en niveles muy cercanos a los mínimos históricos del año anterior.

No obstante, a partir de los traumáticos acontecimientos del mes de septiembre, se produjo un repentino vuelco en su situación, debido a varias razones:

- El cambio de tendencia en la evolución del precio de las materias primas, principal fuente de ingresos de muchas de estas economías, especialmente las latinoamericanas, y principal palanca del crecimiento de éstas en los últimos años.
- El proceso de desapalancamiento por parte de los inversores internacionales a consecuencia de la crisis, que se han visto obligados a deshacer sus posiciones en activos de los países emergentes para aumentar su liquidez y reducir su endeudamiento, lo que ha generado intensas salidas de capitales y fuertes depreciaciones de las monedas locales.
- Y el retroceso de la demanda en los países desarrollados, que sobre todo ha repercutido negativamente en las cifras de crecimiento de los países cuyo crecimiento se asienta en mayor medida sobre las exportaciones de productos industriales, como China.

4.3.2. Medidas de estímulo a la actividad económica

De este modo se inicia una tercera fase en la adopción de medidas anticrisis, que viene marcada por la reunión del G-20 ampliado, del 15 de noviembre último en Washington, en la que el objetivo pasa a ser el impulso a la actividad económica mediante la puesta en práctica de planes de estímulo fiscal masivo.

En una muestra muy ilustrativa de la excepcionalidad de la situación en la que se encuentra la economía mundial, el Fondo Monetario Internacional, el gran guardián de la ortodoxia en materia de política económica, también se ha unido a la recomendación de adoptar políticas fiscales activas, aún a costa de un aumento del déficit. La institución ha solicitado que el valor del conjunto de los paquetes fiscales

ascienda al 2% del PIB mundial, aunque sin dejar de hacer hincapié en que estas medidas sean de carácter temporal, de modo que puedan ser fácilmente retiradas una vez que la situación económica haya vuelto a la normalidad, para no comprometer la estabilidad presupuestaria a largo plazo.

Así, la Comisión Europea aprobó un paquete de estímulo fiscal de 200.000 millones de euros, equivalente al 1,5% del PIB de la UE³⁴, mientras que el entonces presidente electo de Estados Unidos, Barack Obama, presentó un plan mucho más ambicioso, que en su versión definitiva, el 15 de enero pasado, alcanzaba los 825.000 millones de dólares, que representa el 5,7% del PIB norteamericano de 2008³⁵.

Dentro del marco del plan aprobado por Bruselas, el gobierno español ha lanzado un programa de estímulo fiscal cuya cuantía asciende a 11.000 millones de euros, el 1% del PIB, de los cuales 8.000 millones se destinarán a inversiones en infraestructuras municipales, lo que equivale al 4,2% del valor de la inversión total en construcción en el año 2007³⁶.

Finalmente, al existir un consenso generalizado en que una de las principales causas de la crisis se encuentra en una regulación financiera excesivamente permisiva en muchos países, otro de los acuerdos alcanzados en la cumbre del G-20 ampliado de Washington ha sido iniciar un proceso de reforma de los sistemas de regulación y supervisión financiera, que deberán ser reforzados, y que deberán dotar de mayor transparencia al funcionamiento del sistema financiero, para evitar que una situación como la actual vuelva a repetirse en el futuro.

En España nuestro riguroso marco regulador, tradicional en el Banco de España, ha evitado que nuestro sistema financiero haya introducido las hipotecas *subprime*, evitando pérdidas generalizadas.

³⁴ Prensa

³⁵ FMI. El PIB es estimado y alcanzará los 14,3 billones de dólares (cerca de nueve veces el PIB de España).

³⁶ INE. Contabilidad Nacional. En 2007, la Formación Bruta de Capital Fijo en Construcción alcanzó 188.205 millones de euros.

4.4. Duración, alcance y modulación de las medidas anticrisis. Posibles riesgos

Las agresivas medidas que están siendo adoptadas por gobiernos y bancos centrales de todo el mundo, aunque necesarias dada la situación en que se encuentra la economía mundial, deben ser manejadas con mucha prudencia, puesto que conllevan importantes riesgos que no pueden ser despreciados. Así:

- Los tipos de interés deberán ser aumentados y la enorme expansión de la base monetaria que están llevando a cabo los bancos centrales deberá ser retirada, de forma rápida, en cuanto la economía comience a ofrecer síntomas de reactivación, pues el mantenimiento de estímulos monetarios más allá de lo estrictamente necesario puede abocar a la economía a mayor inflación o a la formación de nuevas burbujas.
- El rescate de entidades financieras en apuros puede distorsionar la competencia al otorgar una ventaja a las instituciones que reciben ayuda, en perjuicio de las entidades sanas que han sido bien gestionadas y no la necesitan, como es en general el caso de las españolas.

Cabe destacar, en este sentido, el lanzamiento del plan de ampliación de capital en el mes de noviembre por parte del Banco de Santander, mediante el recurso exclusivo a sus accionistas.

La remuneración, por tanto, que debe recibir el capital público inyectado en los balances de los bancos rescatados debe estar en línea con la que exige el mercado a las entidades que, como el Santander, se recapitalizan con capital privado.

- Los estímulos fiscales, de acuerdo con las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional, deben ser temporales y no suponer un aumento permanente de los compromisos de gasto, debiendo retirarse inmediatamente en cuanto la economía comience a remontar, para preservar la estabilidad a largo plazo de las cuentas públicas.

- Y por último, gobiernos y bancos centrales deben adoptar normas más estrictas de regulación bancaria, pero sin caer en la tentación de la sobrerregulación. Debe implantarse una mejor regulación, y no una mayor regulación.

La solución nunca estará en una mayor intervención del Estado ni en el proteccionismo, sino en un mayor impulso al mercado y al libre comercio, dentro de un marco regulatorio adecuado.

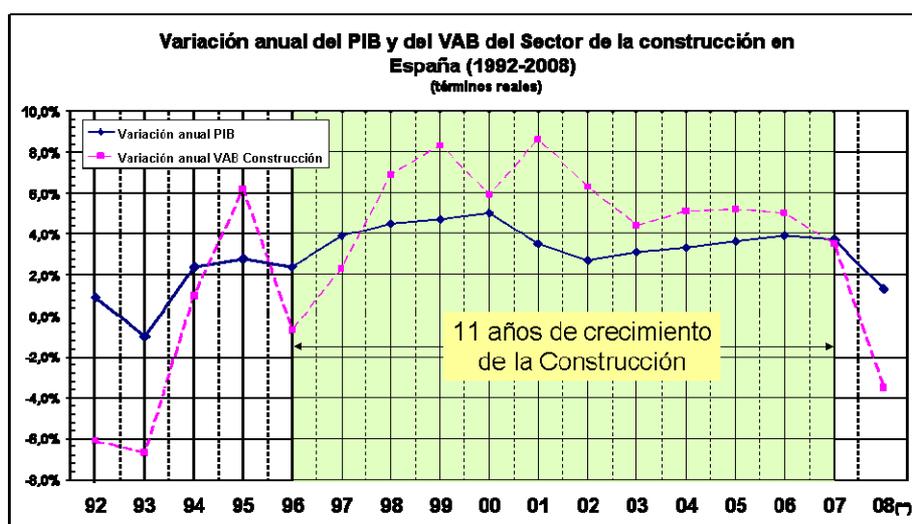
5. El caso de España: Conjunción de dos crisis

5.1. Peso excesivo del sector inmobiliario

En el caso de España, la crisis financiera mundial ha coincidido con el final de nuestra propia fase cíclica expansiva y con el pinchazo de nuestra burbuja inmobiliaria, que puede también fecharse a mediados de 2007. A partir de este momento arranca la fase descendente de nuestro ciclo económico, que en cualquier caso hubiera tenido lugar independientemente de la crisis financiera mundial, pero que esta última amplifica y acelera. Es decir, en nuestro país coinciden dos crisis, la financiera mundial y la inmobiliaria española, con efectos acumulados en el deterioro de nuestra economía.

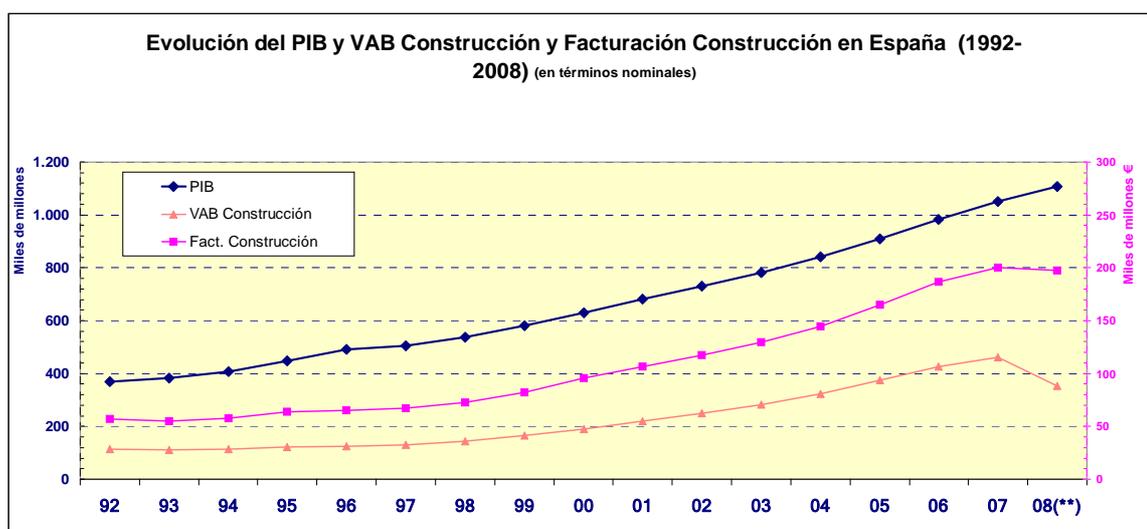
El sector de la construcción evolucionó de la misma manera que la economía española -que desde 1994 viene creciendo ininterrumpidamente-, aunque empezó su crecimiento continuado tres años más tarde, manteniéndolo durante 11 años, desde 1997 hasta 2007.

Un estudio de SEOPAN indica que en el período de cinco años que transcurren desde 2003 hasta 2007, la construcción contribuyó con un 27% al crecimiento económico de España; y también que, en el período 1997-2007, del 45,4% que crece el PIB, 10,6 puntos proceden de la inversión en construcción, y más concretamente 5,7 puntos porcentuales proceden de la inversión en vivienda³⁷.

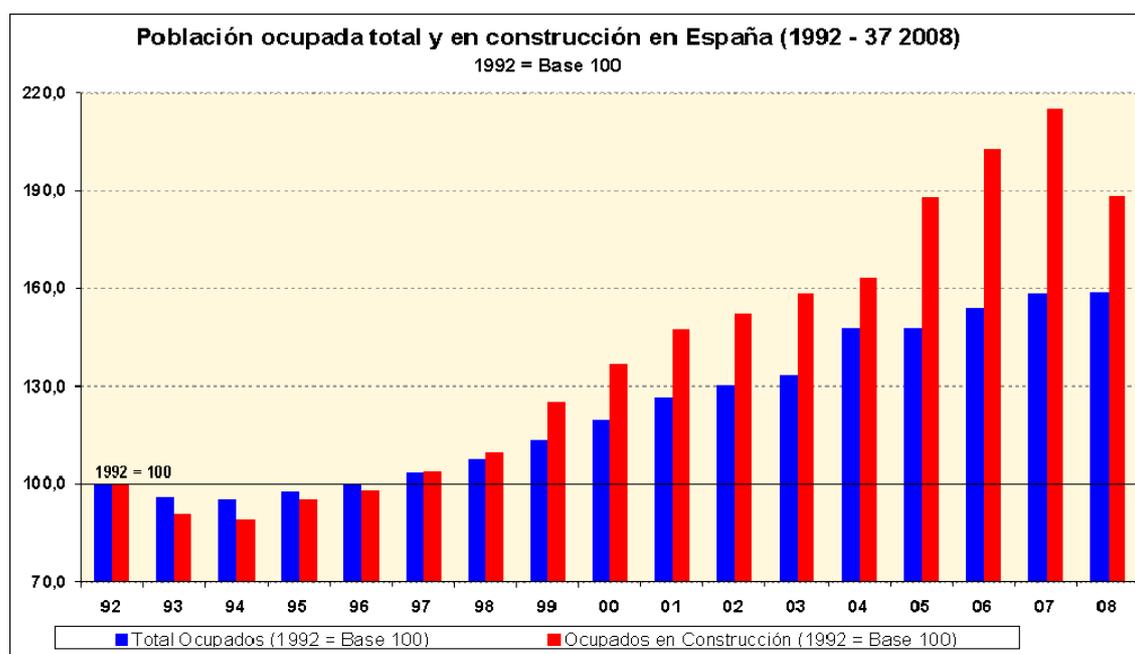


Fuente: INE para 1992-2007. (**) Año 2008, estimación SEOPAN

³⁷ FUNCAS



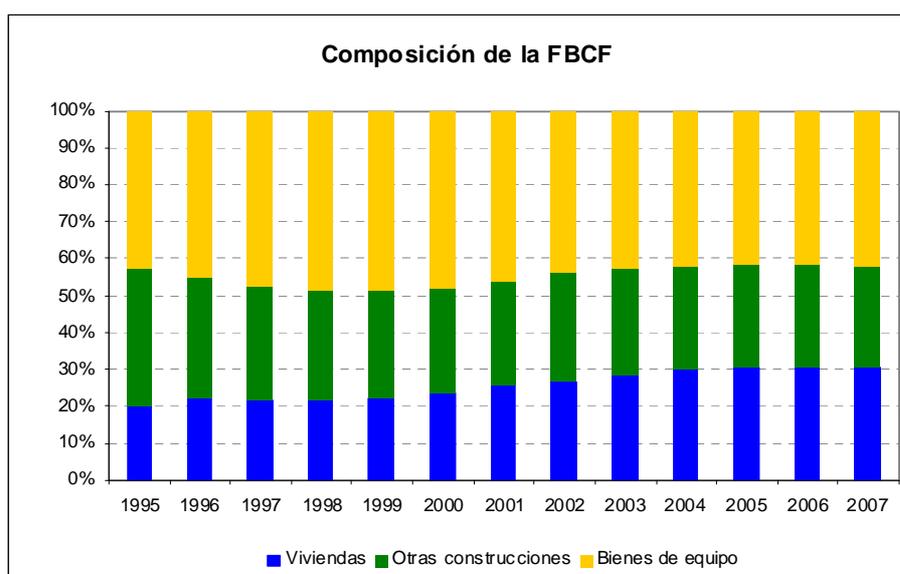
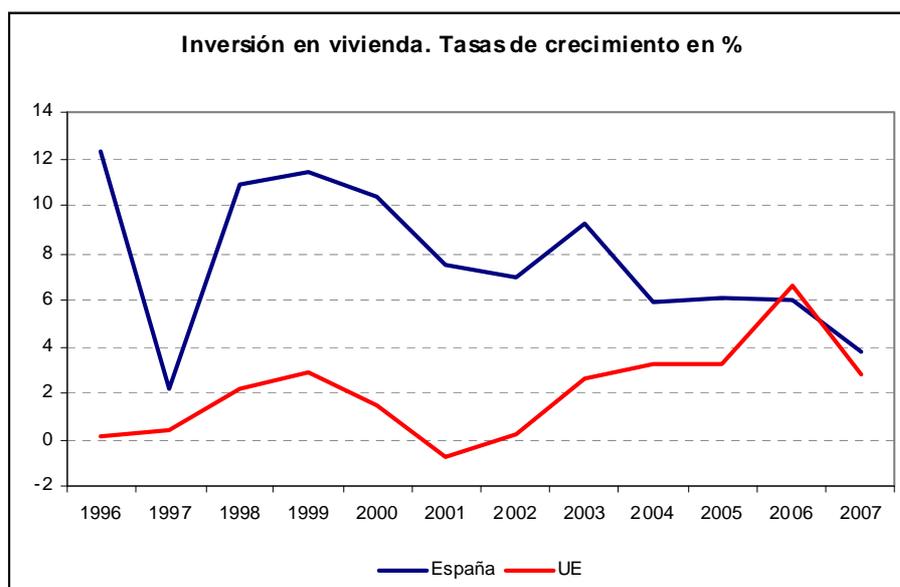
Fuente: 1992-2007 INE. (**) VAB y Facturación Construcción en 2008, estimación SEOPAN; PIB 2008, según Panel Expertos FUNCAS



Fuente: INE. EPA

Entre 1996 y 2006 la inversión inmobiliaria creció anualmente a una tasa media real del 8,1%, en comparación con un 2% que registró en el conjunto de la UE³⁸. En los últimos años del periodo llegó a representar el 30% de la formación bruta de capital total de la economía, frente a porcentajes de entorno al 21% que este componente de la inversión suponía a mediados de los 90.

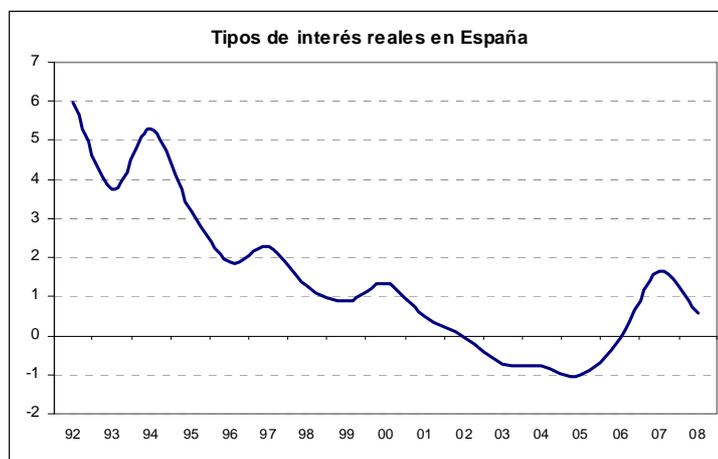
³⁸ Eurostat



Esta notable expansión del sector inmobiliario fue impulsada por unos tipos de interés en mínimos históricos, que además se situaron en tasas reales negativas durante un periodo de tiempo demasiado largo, entre 2003 y 2006³⁹, debido a que la política monetaria diseñada por el BCE para el conjunto de área euro fue excesivamente holgada para las condiciones de nuestra economía.

³⁹ Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía

Otro factor cuya influencia en la expansión inmobiliaria de la última década no se puede despreciar ha sido la especificidad cultural de nuestro país, que, a diferencia de otros países, atribuye una gran importancia a la vivienda como objeto de inversión.



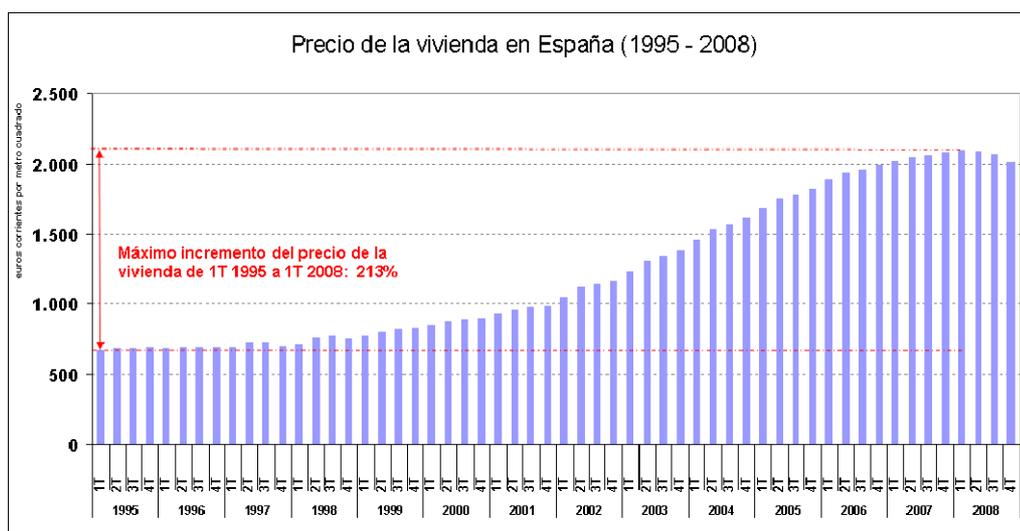
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía e INE

Se formó así una burbuja inmobiliaria que no fue un fenómeno exclusivo de España, ya que afectó a otros países desarrollados —como Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda, Islandia, Grecia y Australia—, pero que aquí alcanzó una especial magnitud. El precio de la vivienda creció un 193% entre 1998 y 2008⁴⁰, y durante los últimos años del boom se construyeron viviendas a un ritmo de 700.000⁴¹ anuales, el doble aproximadamente de la demanda sostenible a largo plazo, que, según diversas estimaciones, se encuentra entre 350.000 y 400.000⁴².

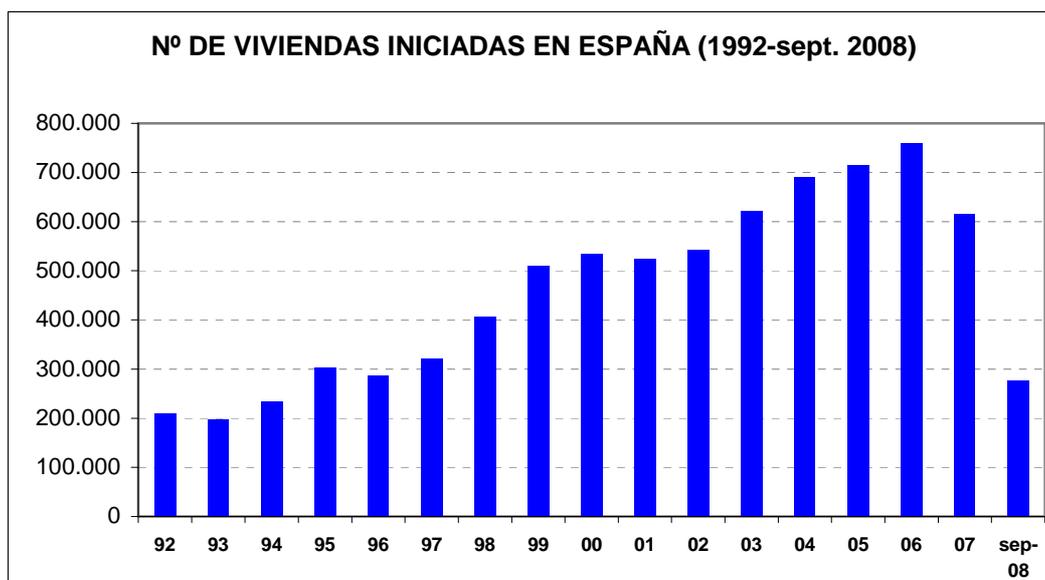
⁴⁰ Ministerio de la Vivienda.

⁴¹ Ministerio de Economía.

⁴² No existen estadísticas al respecto. Estas son las cifras que se manejan habitualmente, obtenidas a partir de las cifras de formación de hogares del INE.



Fuente: Ministerio de la Vivienda



Fuente: Ministerio de la Vivienda

La extraordinaria expansión de la construcción residencial, tanto por su intensidad como por su duración, construyendo hacia el doble de viviendas de lo necesario, unida al intenso y necesario proceso de inversión en infraestructuras, que ha sido continuado con el Plan Estratégico de Infraestructuras del Transporte, PEIT, ha

generado en España un sector de la construcción hipertrófico, cuyo tamaño en relación al PIB es casi el doble de la media europea⁴³.

Posición relativa de España en Construcción (datos de 2007)			
	Facturación cons. (Miles mn €) (*)	% sobre PIB país	Facturación en € per cápita
Mundo	3.650	9,2	550
U.E. 27	1.304	10,7	2.624
Alemania	235	9,7	2.900
Reino Unido	179	9,1	2.944
Francia	167	9,0	2.600
España	199	19,0	4.471

(*) Facturación en términos nominales

Fuentes: Europa: FIEC; Mundo: Asia Construct y Euroconstruct

Este modelo de crecimiento que ha caracterizado a la economía española en la última década y media, sustentado sobre la construcción de viviendas, no era sostenible a largo plazo. En el momento en que la demanda residencial se normalizase y retornase a niveles más acordes con su evolución de largo plazo, quedaría al descubierto un enorme exceso de capacidad producida en el sector que conduciría a un fuerte ajuste en el nivel de actividad y de empleo. Esa es precisamente la situación en la que se encuentra la economía española en este momento.

Sólo a lo largo de 2008 han sido destruidos 535.000 empleos en la construcción, de acuerdo con las cifras de afiliación a la Seguridad Social⁴⁴, lo que supone casi un 20% del empleo total del sector. Y el ajuste se va a prolongar hasta que el mercado digiera el stock de viviendas sin vender, que se estima entorno a un millón⁴⁵, lo que podrá suponer la peor crisis en la historia del sector.

Pero no a todas las empresas del sector de la construcción les afecta la situación en la misma medida, y en este sentido, les ruego me permitan hacer una referencia al Grupo OHL, que me honro en presidir, que es un gran Grupo internacional de

⁴³ FIEC.

⁴⁴ Ministerio de Economía.

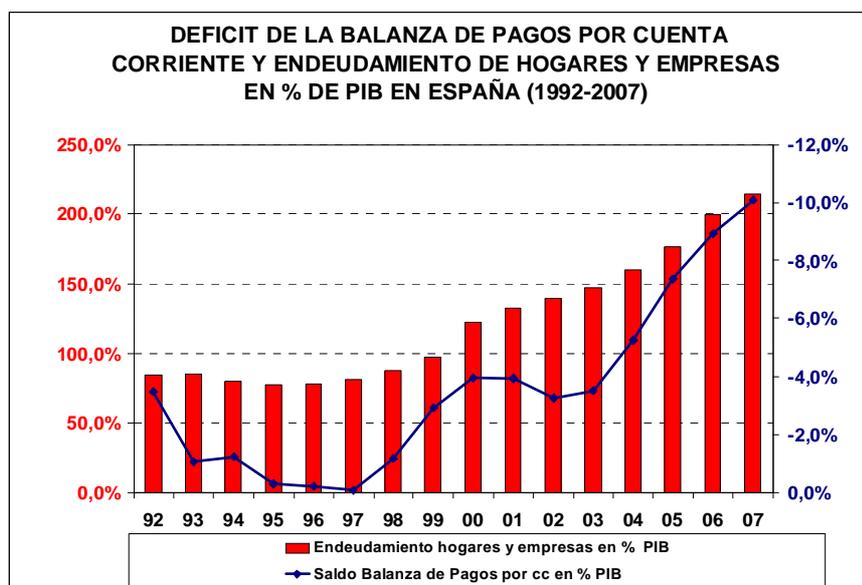
⁴⁵ FUNCAS.

construcción, concesiones y servicios y ocupa el 6º lugar en el ranking español por volumen de facturación.

Afortunadamente en OHL tenemos la tranquilidad de que la participación de la compañía en la actividad residencial es muy reducida. Según la estrategia marcada desde 2002, OHL no realiza ni realizará jamás actividad inmobiliaria alguna. Y, además, ha ido saliendo progresivamente, cumpliendo todos los compromisos con sus clientes, del segmento de construcción residencial, el cual, a día de hoy, representa menos del 2% del EBITDA⁴⁶. En consecuencia, OHL, al haberse centrado en actividades que están al margen de la crisis inmobiliaria, no se ha visto afectada por ella, además de contar con una estructura financiera más robusta, por ser la única constructora española cuya calidad financiera ha sido reconocida con la adjudicación de un rating financiero.

5.2. Endeudamiento exterior

Otra deficiencia de nuestro modelo de crecimiento de la última década y media ha sido nuestra excesiva dependencia de la financiación exterior.



Fuente: Banco de España

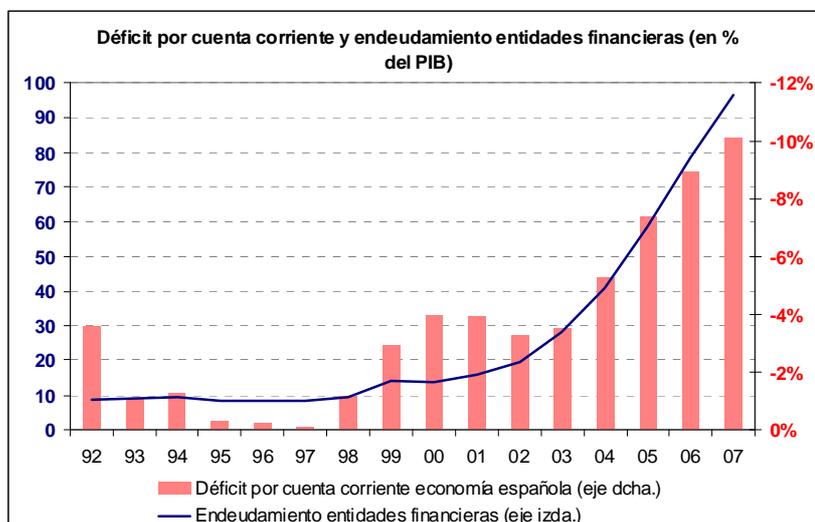
⁴⁶ Ministerio de Economía, base de datos online

El volumen de ahorro generado en el interior de nuestra economía ha sido insuficiente para atender a la demanda de crédito con el que financiar la elevada inversión, en gran medida debido al extraordinario empuje de la inversión residencial, lo que ha obligado a apelar masivamente al ahorro exterior.

El déficit de ahorro interno se ha reflejado en un crecimiento explosivo del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente española, que en 2007 se situó en el 10,1% del PIB⁴⁷, el porcentaje de déficit exterior más elevado del mundo.

Hemos estado viviendo por encima de nuestras posibilidades durante años, y ningún país, ni empresa, ni familia pueden consumir más de lo que producen de forma indefinida.

Las entidades financieras han sido las encargadas de canalizar el ahorro procedente del exterior. Es decir, los bancos y cajas españoles se han tenido que endeudar en el exterior para financiar nuestro crecimiento económico.



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Aunque las entidades españolas, al igual que las norteamericanas, han recurrido a las titulaciones, existen notables diferencias entre las realizadas por las entidades de uno y otro país:

⁴⁷ Banco de España

- Los préstamos hipotecarios de las entidades españolas no se vendían, permanecían en sus balances, sólo servían para garantizar la deuda emitida por aquéllas. Por lo tanto, el riesgo seguía estando en manos de los bancos y cajas, de modo que se mantenían los incentivos para conceder préstamos de alta calidad crediticia.
- Los títulos hipotecarios eran de elevada solvencia, ya que en España no existe el mercado hipotecario de alto riesgo o subprime.
- Las entidades españolas se han mantenido alejadas del modelo de “generar para distribuir”, y han continuado fieles a su negocio tradicional. La titulización se consideraba únicamente como un medio para obtener liquidez con la que conceder nuevos préstamos, y no como un negocio en sí mismo en sustitución del negocio tradicional.

Así, las entidades financieras españolas han resultado menos afectadas directamente por la crisis financiera internacional, ya que, a diferencia de las americanas y otras europeas, no habían invertido masivamente en activos estructurados, gracias a una estricta regulación por parte del Banco de España. Y así, afortunadamente, es un hecho que las entidades españolas se encuentran entre las más sólidas y mejor gestionadas del mundo.

El problema que están sufriendo los bancos y cajas españoles no es, por tanto, un problema de solvencia, como sucede con sus competidores europeos y norteamericanos. Su problema principal actual es de liquidez. Las entidades españolas necesitan conseguir nuevos créditos con los que renovar la financiación de sus activos a largo plazo. Los títulos hipotecarios que integran el pasivo de los balances bancarios, y con los que estos conseguían financiación, han sido emitidos a un plazo inferior al de la duración de los créditos de sus activos, de modo que sus pasivos deben ser renovados periódicamente. Esto hace que las instituciones financieras españolas, aunque no implicadas de forma directa en la crisis, sean vulnerables ante la misma, ya que la congelación de la liquidez mundial dificulta la renovación de dichos créditos y dificulta también allegar fondos que permitan seguir prestando al mercado.

De este modo, nuestra economía ha sufrido el impacto de la crisis financiera a través de dos vías:

- La restricción del crédito a familias y empresas, pues la falta de liquidez de las entidades financieras en ocasiones les ha impedido conceder nuevos préstamos y renovar las líneas de crédito de las que depende el funcionamiento diario de las pequeñas y medianas empresas.
- Y los elevados tipos de interés derivados de la paralización de los mercados interbancarios, que, en un contexto de elevado endeudamiento de los hogares, ha repercutido negativamente sobre la capacidad de compra de los consumidores, retrayendo la demanda.

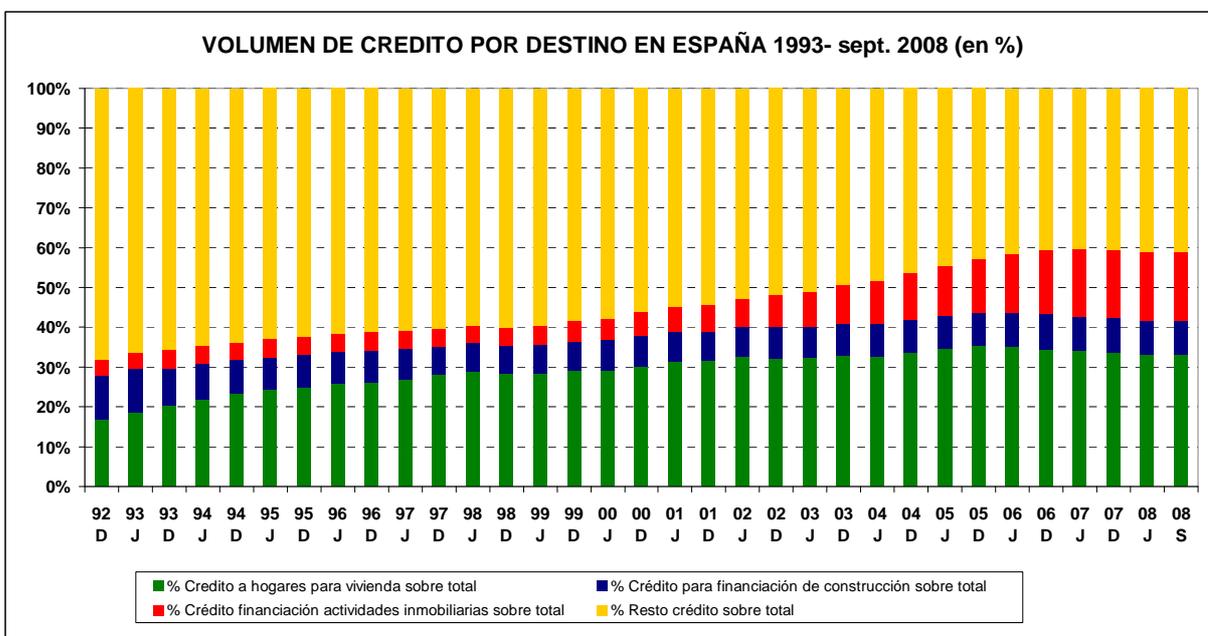
Estas dos circunstancias han tenido por efecto intensificar y acelerar la crisis interna en la que se había sumido nuestra economía a consecuencia de la explosión de la burbuja inmobiliaria, arrastrándola a una recesión más profunda.

Esta situación puede conducir, por otra parte, a que los problemas de los bancos y cajas españolas, que hasta el momento, como ya se ha señalado, sólo son de liquidez, acaben convirtiéndose también en problemas de solvencia, a causa del impago de créditos que en un principio eran concedidos a individuos que entonces eran solventes pero que, a raíz de la crisis, dejan de serlo. La tasa de morosidad ya ha subido hasta el 2,9%, desde tasas del 0,75% a comienzos de 2007, aún lejos del 9% alcanzado en la anterior crisis de 1993, aunque todo apunta a que la tasa de morosidad va a seguir al alza y podría volver a alcanzar niveles del orden del citado 9%.



Fuente: Banco de España

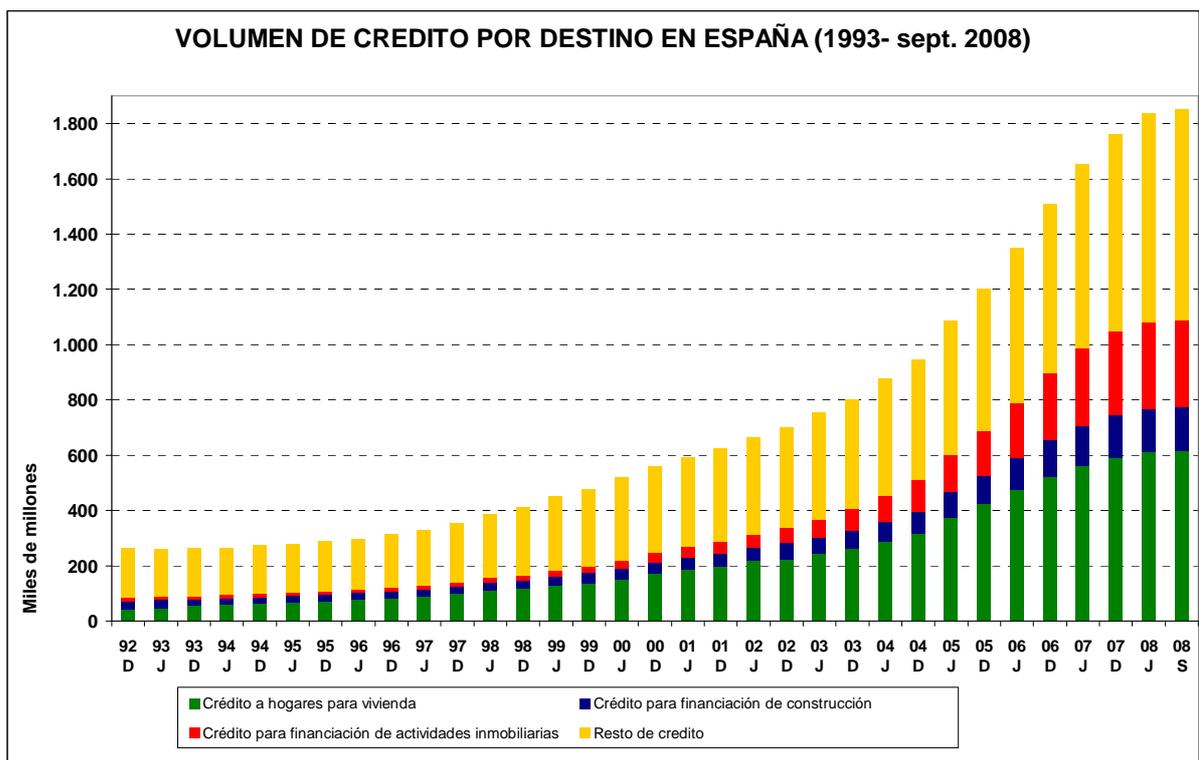
Los préstamos a los hogares para la adquisición de viviendas representaban en 2007 el 34% del total de créditos concedidos por las entidades financieras españolas, frente a un 24% a mediados de los 90, antes de que comenzara la expansión inmobiliaria⁴⁸. El mayor riesgo, no obstante, procede del elevado grado de implicación, especialmente en el caso de las cajas de ahorros, en el crédito a promotores y constructores, cuya actividad se ha derrumbado con el pinchazo de la burbuja. El porcentaje sobre el crédito total concedido a estos dos sectores en 2007 era del 26%, frente a porcentajes de entorno al 12% a mediados de los años 90⁴⁹.



Fuente: Banco de España

⁴⁸ Banco de España.

⁴⁹ Banco de España.



Fuente: Banco de España

Las compañías inmobiliarias no sólo han sido víctimas del final de la burbuja, sino también de sus propias imprudencias por no disponer de la necesaria financiación a largo plazo. La estructura financiera de sus balances era, en general, poco segura, con un volumen insuficiente de fondos propios y con un peso excesivo de la deuda a corto plazo, con la que se han financiado activos que eran realizables sólo a largo plazo, como viviendas en curso, viviendas en proyecto o suelo. Ahora no pueden transformar sus activos en liquidez para hacer frente al pago de sus deudas, lo que ha empujado y empuja a muchas de estas compañías a la suspensión de pagos, agravando con ello todavía más la crisis.

6. Reflexiones sobre medidas a tomar en España

Dedicaré el fin de esta intervención a presentar una consideración específica sobre el caso de España y unas reflexiones sobre las medidas a tomar en nuestro país.

6.1. Reajuste del sector inmobiliario

Y comenzamos por el sector inmobiliario.

En España, la crisis mundial adquiere una dimensión especial, al confluir e interrelacionarse, con la crisis interna derivada del final de nuestra fase cíclica expansiva y del pinchazo de nuestra burbuja inmobiliaria.

Con la crisis inmobiliaria ya manifestada, los grandes promotores inmobiliarios, agrupados en el denominado G-12, y luego en el G-14, pidieron al gobierno que a través del ICO aportase todavía más liquidez para seguir construyendo. Habría sido un grave error atender a dichas demandas, y mantener artificialmente un nivel de actividad en el sector doble del nivel sostenible a largo plazo.

Como ya se ha indicado, la gran expansión del período 1997-2007 condujo a un sector sobredimensionado, que tendrá que adecuarse a un menor tamaño, más acorde con la demanda de viviendas sostenible a largo plazo.

Hasta que este proceso de ajuste finalice, el sector inmobiliario no se encontrará en disposición de iniciar una nueva expansión. Para ello, en primer lugar, el stock de viviendas excedentarias, construidas y no vendidas en número que probablemente supera el millón de unidades, ha de ser absorbido por el mercado. Cuanto antes suceda esto, antes retornará el mercado a la normalidad y podrá volver a crecer la economía.

En este sentido, lo más razonable que puede hacer el gobierno es facilitar que los potenciales compradores puedan adquirir viviendas, tomando para ello las medidas necesarias para que el crédito vuelva a fluir hacia las familias.

Por otra parte, los promotores deberían contribuir a acelerar el proceso, dando salida lo antes posible al stock de viviendas excedentarias, mediante su venta a precios

realistas, con rebajas sustanciales, y asumiendo las pérdidas correspondientes. Esto puede representar a su vez la mejor opción para ellos, habida cuenta de los costes financieros, fiscales y de mantenimiento con los que las viviendas sin vender impactan anualmente en sus cuentas de resultados.

Además, para siempre, serán necesarias en las empresas inmobiliarias estructuras financieras adecuadas, con un mayor ratio de fondos propios y con un necesario equilibrio entre los plazos de vencimiento de las deudas a pagar y los plazos de realización de ingresos por venta de activos inmobiliarios.

6.2. Inversión en infraestructuras

Para atenuar, en primera instancia, el profundo impacto de la crisis en nuestra economía y para limitar en lo posible la brusca desaceleración de la misma el Gobierno ha adoptado una serie de medidas coyunturales urgentes de inversión en infraestructuras –incluidas en el Plan Español para el Estimulo de la Economía y el Empleo, “Plan E”, y dentro de su epígrafe “Empleo”⁵⁰ - a través de la creación de un “Fondo Estatal de Inversión Local” dotado con 8.000 millones de €, para la financiación de obras municipales de nueva planificación y ejecución inmediata a partir del comienzo de 2009, y de una “Aceleración de la Obra Pública”, que supone alcanzar un nivel de inversión en 2009 de 19.255 millones de €, un 8,2% superior al año anterior, por parte del Ministerio de Fomento y las entidades públicas vinculadas al mismo (Grupo Fomento).

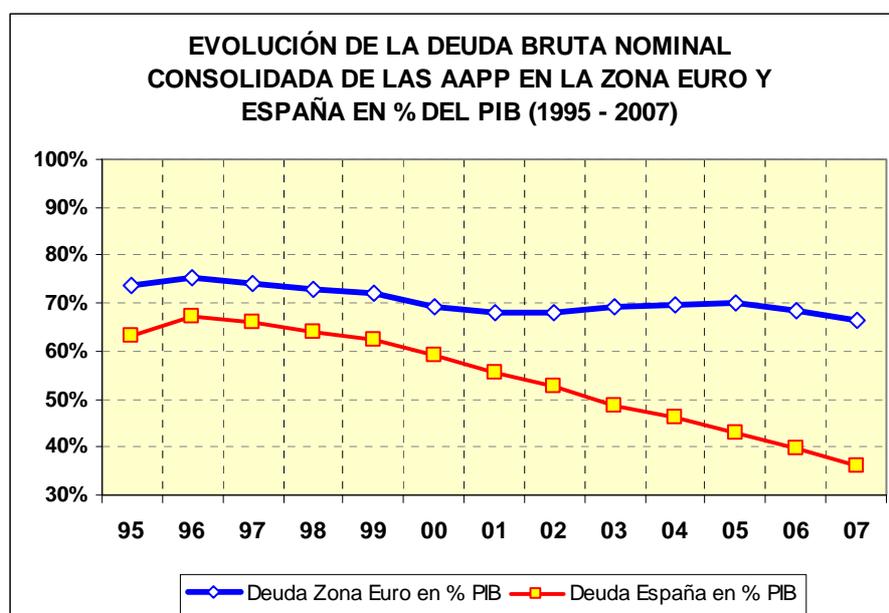
El gasto público empleado en medidas de choque para reactivar la economía debe, en efecto, estar orientado fundamentalmente a la inversión en infraestructuras, puesto que es el que ejerce un mayor efecto de arrastre sobre el conjunto de la actividad económica y sobre el empleo, y a un plazo más inmediato. La inversión en educación o en I+D+i, aun siendo muy importante y necesaria, no ejerce un impulso económico a corto plazo, y sus efectos son más a largo plazo, más estructurales y no coyunturales.

Además, las infraestructuras forman con la educación y las actividades de I+D+i, las tres palancas básicas impulsoras del desarrollo económico y el bienestar de los

⁵⁰ El Plan E fue anunciado por el Presidente del Gobierno el 12 de enero de 2009. El Plan integra las medidas adoptadas en los últimos meses de 2008.

países. Y así, el gasto en infraestructuras permitirá incrementar nuestra competitividad y nuestra capacidad de crecimiento a largo plazo, por lo que también resulta adecuado desde el punto de vista de su efecto estructural a largo plazo.

Estas medidas de estímulo a la economía, que el Gobierno está adoptando, van a suponer un elevado coste para España, ya que van a desviar a nuestra economía de la senda de la estabilidad presupuestaria, y van a incrementar considerablemente el nivel de endeudamiento del Estado. Si bien, afortunadamente, partimos de unos niveles bastante reducidos de deuda pública, de un 36,2% del PIB a fines de 2007 frente a una media del 66,3% en la Zona Euro⁵¹, lo que nos ofrece cierto margen de maniobra.



Fuente: Banco de España

Y naturalmente, deberán impulsarse desde las instancias públicas las oportunidades para la inversión privada en infraestructuras, de gran tradición en nuestro país, y ámbito donde los principales grupos constructores españoles ocupan 6 de los 10 primeros puestos en el ranking mundial. Estas actuaciones inversoras,

⁵¹ Boletín Estadístico del Banco de España. Los porcentajes indicados corresponden a la deuda bruta nominal de las Administraciones Públicas. Los países que integran el cuadro son los que componían a 31 de diciembre de 2007 la Zona Euro: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta y Portugal.

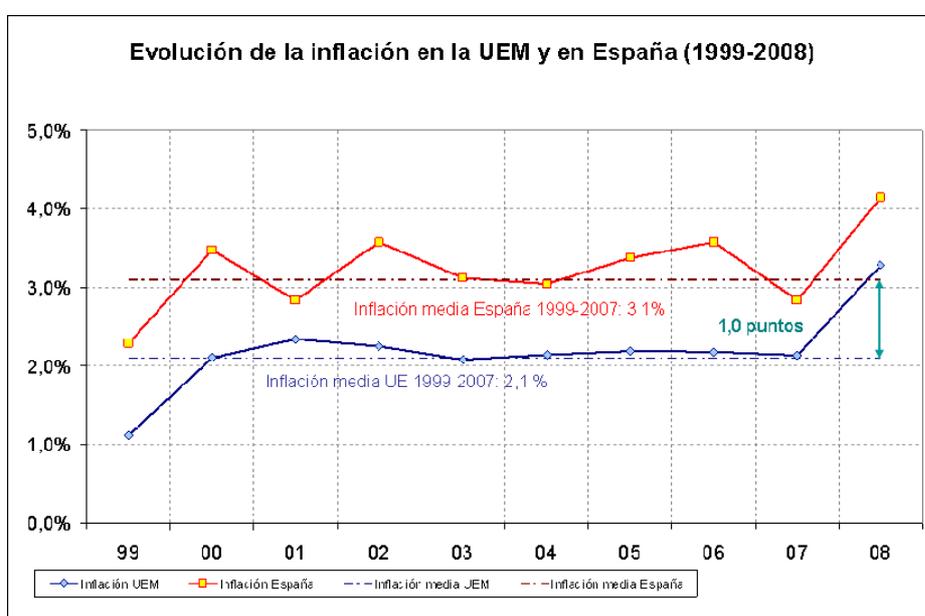
complementando las realizadas con cargo al erario público, contribuirán a alcanzar los objetivos propuestos de reactivación económica con un menor impacto sobre las cuentas públicas.

6.3. Mejora de la competitividad

Junto a estas medidas dirigidas al sector inmobiliario y a la inversión en infraestructuras, es necesario emprender otras actuaciones de carácter estructural para mejorar la competitividad de la economía española y su capacidad de crecimiento a largo plazo, para facilitar la salida de la crisis.

La economía española, en efecto, ha sufrido y sufre una enorme pérdida de competitividad que se refleja en dos indicadores clave:

- En primer lugar, el persistente diferencial de inflación, que desde la integración monetaria se ha situado de media en 1,0 punto porcentual cada año⁵². Desde el inicio de la Unión Monetaria los precios han crecido en España un 12% más que en el resto de países miembros⁵³.



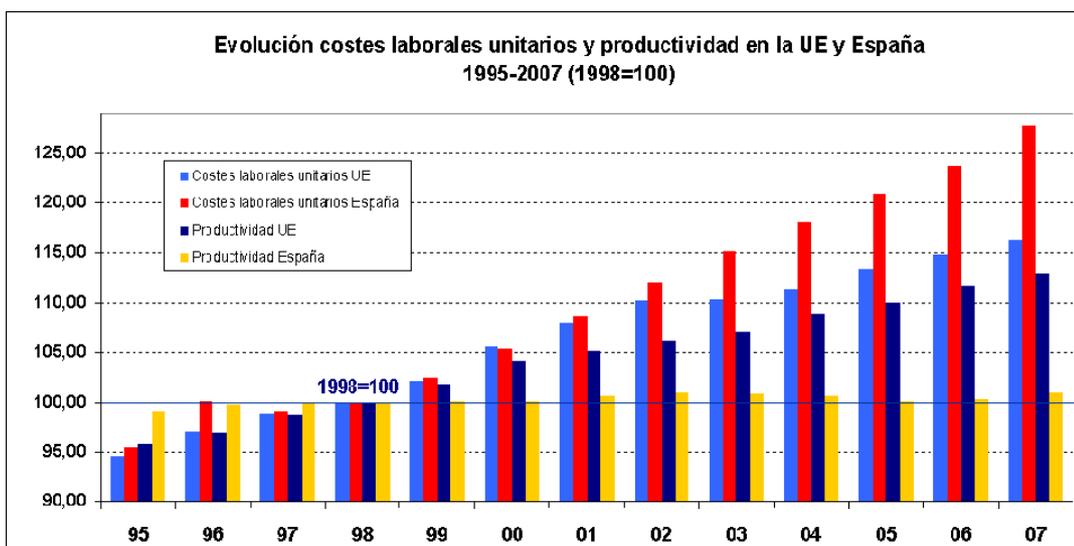
Fuente: Eurostat

- En segundo lugar, el intenso crecimiento de los costes laborales unitarios, que desde la creación de la UEM en 1999 han ascendido casi un 25% en España, en

⁵² Eurostat

⁵³ Eurostat.

comparación con un 14% en el conjunto de la Unión Europea⁵⁴ o de menos de un 2% en el caso de Alemania⁵⁵. Dicho diferencial de costes, que reduce nuestra capacidad para competir en precios, obedece al rápido incremento de las remuneraciones de los asalariados, junto a un reducido avance de la productividad, que desde 1999 ha crecido en nuestro país sólo un 0,8%, frente a casi un 11% en el conjunto de la UE-25, un 8,4% en Alemania o un 11,3% en Estados Unidos⁵⁶.



Fuente: Eurostat

El estancamiento de nuestra productividad se explica, por una parte, por el modelo de crecimiento de la última década y media, que ha estado centrado en la construcción y los servicios, sectores muy intensivos en mano de obra y menos susceptibles de introducir innovaciones tecnológicas ahorradoras de trabajo. Pero también se explica por el modesto avance de nuestro sistema económico hacia la sociedad del conocimiento; por la escasa implantación, en comparación con otros países avanzados, de las nuevas tecnologías y de la innovación en general en los procesos productivos; y por la reducida inversión en I+D. Esta última, en relación al PIB, representaba en España un 1,16% en

⁵⁴ Eurostat.

⁵⁵ Datos de Alemania: discurso de Trichet.

⁵⁶ Datos de Eurostat. La cifra que da Trichet en su discurso no coincide con las de Eurostat.

2006, en comparación con un 1,84% en la UE, un 2,51% en Alemania o un 3,82% en Suecia⁵⁷.

Así, recuperar y mejorar la competitividad perdida exige mejorar las infraestructuras y mejorar las inversiones en I+D+i. Pero esas dos medidas no bastan. España necesita además remover obstáculos que cada día siguen deteriorando nuestra competitividad. Esos obstáculos son numerosos y son importantes desafíos políticos.

Pero es imperativo emprender un conjunto de reformas estructurales, en línea con los objetivos establecidos en la Estrategia de Lisboa, con el fin de elevar nuestra productividad, nuestra competitividad y nuestro nivel de empleo.

Me referiré brevemente a sólo seis grandes áreas necesitadas de reformas estructurales:

1. Un gran y permanente esfuerzo en la mejora de nuestro capital humano. España necesita un serio esfuerzo de mejora de nuestros planes y métodos de educación, que garanticen el debido respeto a la figura del profesor, la actitud de exigencia y el espíritu de superación. Tanto en la educación primaria, como en la universitaria y en la formación profesional.

La educación, la preparación del capital humano, es siempre la primera palanca, el primer motor del progreso, del desarrollo y de la competitividad. Y nuestro país ha de mejorar la eficacia del sistema educacional.

2. El apoyo a la inversión en I+D+i y a la implantación de nuevas tecnologías en todas las fases de los procesos productivos y en todos los sectores económicos.

Las políticas orientadas a este fin deben diseñarse de forma eficiente. Hay que tener en cuenta que no por gastar más va a aumentar más nuestra capacidad tecnológica y principalmente, que la inversión en I+D debe orientarse en función de la demanda de las empresas. En este sentido es importante mejorar la cooperación entre universidades, centros de investigación y empresas, de forma que la investigación tenga una aplicación práctica y esté orientada a las necesidades de estas últimas.

⁵⁷ Eurostat.

3. Se deben introducir reformas con el fin de aumentar la competencia. Hay que hacer especial hincapié en la aplicación de la directiva de liberalización de servicios y en que exista más competencia real en el mercado energético. Ese necesario aumento de la competencia impulsará la inversión, la innovación y el aumento de la productividad, al tiempo que reducirá tensiones inflacionistas. Es muy necesario.
4. La reforma del mercado laboral, pues nuestro rígido marco de relaciones laborales necesita una reforma dirigida a aumentar su flexibilidad y su eficiencia.

No sólo se trata de modificar el esquema de los costes del despido, sino que también hay que introducir profundas modificaciones en el modelo de negociación colectiva, de forma que ésta tenga en cuenta en mayor medida la situación particular de cada empresa, se supriman los mecanismos automáticos de indicación salarial que son generadores de espirales salarios-precios, y se vinculen los incrementos salariales al crecimiento de la productividad.

El sector público debe también contribuir a la moderación salarial mediante unos sistemas de fijación de los salarios de los trabajadores del sector público que pudieran servir de guía y de ejemplo para el sector privado.

5. Se debe llevar a cabo una reforma del sistema impositivo, orientada a la contención del gasto público, y al aumento de la competitividad y de la productividad.

Es necesario un esfuerzo permanente de contención del gasto público a todos los niveles (local, autonómico y central).

Por otro lado, deben reducirse las cuotas a la Seguridad Social, que en España se sitúan entre las más altas de Europa, y los tipos de Impuesto de Sociedades, también entre los más elevados de los países de nuestro entorno.

Sería deseable que el sistema fiscal fomentara el trabajo y el ahorro, moderara el consumo privado y estimulara la inversión productiva, lo que además de elevar la capacidad de crecimiento y la competitividad, incidiría positivamente sobre el déficit exterior.

6. Y sería también muy deseable respetar, como objetivo fundamental, la unidad de mercado español, que, a través de la excesiva diversidad de las normativas autonómicas, va quedando seriamente dañada, aumentando los costes para las empresas y reduciendo su capacidad para competir en mercados más amplios.

La grave situación actual –que ya ha producido un deterioro en el rating financiero del Reino de España- debe suponer el revulsivo necesario para que el conjunto de la sociedad tome conciencia de la necesidad de actuar y de tomar las medidas necesarias para alcanzar el nivel de competitividad que debe corresponder a la octava economía del mundo.

Los retos a los que nos enfrentamos requieren la colaboración de todos los interlocutores.

Si no fuéramos capaces de reaccionar y de buscar solución a nuestras carencias de competitividad, podríamos llegar a una situación límite, con desequilibrios todavía más graves, que podrían incluso amenazar nuestra continuidad en la eurozona, lo que sería un grave fracaso para nuestra economía y nuestro bienestar.

Durante la última fase expansiva hemos presentado tasas de inflación siempre por encima de la media europea, nuestra productividad se ha estancado, nuestros costes laborales unitarios se han disparado y nuestro déficit exterior por cuenta corriente ha alcanzado niveles insostenibles.

Dice el saber popular que muchas veces las cosas tienen que empeorar para poder arreglarse. Puede que esto sea aplicable hoy a la economía española.

Probablemente necesitamos un Gran Pacto de Gobierno y Oposición y también de los representantes Económicos y Sociales, comprometiéndose de forma conjunta para hacer frente a la difícil situación que hoy vive nuestra economía.

Una situación difícil. Pero que hemos de superar. Y que, con los esfuerzos de todos, unidos, sin duda superaremos.

Muchas gracias, Señores Académicos, Señoras y Señores; muchas gracias a todos por su atención.