



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Economía

Curso 17/18

Causas de la crisis de deuda soberana en la economía  
española y política monetaria aplicada

Causes of the sovereign debt crisis in the spanish economy  
and monetary policy applied

Realizado por el alumno D. Kevin González Velasco

Tutelado por la Profesora D<sup>a</sup>. Marta Vega Gómez

León a 3 de septiembre de 2018

**Resumen:**

La integración de la economía española en la Unión Monetaria Europea estuvo marcada por un fuerte crecimiento económico, pero también por una acumulación de desequilibrios macroeconómicos. Tras el impacto de la crisis financiera en 2007, la acumulación de desequilibrios llevó a una crisis de confianza de los mercados financieros que se materializó en una crisis de deuda soberana y una crisis de financiación de su sector bancario. El recrudecimiento de la crisis soberana en 2012 llevó a la economía española a solicitar un rescate para recapitalizar a su sector financiero, pero no consiguió relajar las tensiones. Por ello, el BCE decidió actuar firmemente en junio de 2012 mediante la aplicación de políticas monetarias no convencionales, que llevaron a una relajación de las tensiones, acabando con la crisis de deuda soberana.

**Palabras clave:** Crisis soberana, Reestructuración bancaria, Unión Bancaria, Políticas Monetarias No Convencionales, Déficit, Deuda pública.

**Abstract:**

The integration of the Spanish economy into the European Monetary Union was marked by strong economic growth, but also at the same time there was an accumulation of macroeconomic imbalances, which after the impact of the financial crisis in 2007, led to a crisis of confidence of the financial markets that materialized in a sovereign debt crisis and a financing crisis of its banking sector. The resurgence of the sovereign crisis in 2012 led the Spanish economy to request a bailout to recapitalize its financial sector, but it did not manage to relax the tensions. Therefore, the ECB decided to act firmly in June 2012 through the application of unconventional monetary policies, which led to a relaxation of tensions, ending with the sovereign debt crisis.

**Keywords:** Sovereign crisis, Bank restructuring, Banking Union, Unconventional Monetary Policies, Deficit, Public debt.

## ÍNDICE GENERAL

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	6
<b>1.1. OBJETO DEL TRABAJO</b> .....	6
<b>1.2. METODOLOGÍA</b> .....	6
<b>2. ANTECEDENTES A LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA</b> .....	7
<b>2.1. ANTECEDENTES. CAMBIO EN EL PENSAMIENTO ECONÓMICO Y ESTALLIDO DE LA CRISIS FINANCIERA EN ESTADOS UNIDOS</b> .....	7
<b>2.2. FACTORES EXPLICATIVOS DEL CARÁCTER DIFERENCIAL DE LA CRISIS EN ESPAÑA</b> .....	10
<b>2.2.1. La formación de la UEM y la teoría de las áreas monetarias óptimas</b> .....	10
<b>2.2.2. Auge del endeudamiento del sector privado y deterioro de la competitividad en la economía española (1999-2007)</b> .....	13
<b>3. IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA</b> .....	19
<b>3.1. LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA ESPAÑOLA</b> .....	23
<b>3.1.1. Reestructuración del sector financiero (2008-2009)</b> .....	24
<b>3.1.2. Reestructuración del sector financiero ante la crisis de deuda soberana (2010-2013)</b> .....	26
<b>4. ESTALLIDO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN GRECIA Y CONTAGIO AL RESTO DE ECONOMÍAS PERIFÉRICAS (2010-2012)</b> .....	35
<b>5. LA RESPUESTA DE LAS AUTORIDADES ANTE LA CRISIS</b> .....	41
<b>5.1. LA VISIÓN OFICIAL SOBRE LAS CAUSAS DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EUROPEA</b> .....	41
<b>5.2. MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE ANTE LA CRISIS</b> .....	44
<b>5.2.1. Medidas convencionales</b> .....	44
<b>5.2.2. Medidas no convencionales durante la crisis (2009-2012)</b> .....	48
<b>5.2.3. Medidas no convencionales tras la crisis de deuda soberana (2013-2017)</b> ...	52
<b>5.3. EFECTOS DE LA POLITICA MONETARIA</b> .....	59
<b>5.4. REFORMAS HACIA UNA UNIÓN BANCARIA EUROPEA</b> .....	64
<b>5.4.1. El Mecanismo Único de Supervisión</b> .....	65
<b>5.4.2. El Mecanismo Único de Resolución</b> .....	66
<b>5.4.3. El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos</b> .....	67
<b>6. CONCLUSIONES</b> .....	68
<b>7. REFERENCIAS</b> .....	70

ANEXOS .....	73
--------------	----

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 Tasas de variación anual del PIB de la economía española (1996-2007) ...	13
Gráfico 2.2 Evolución de la tasa de desempleo de la economía española (1995-2007).	13
Gráfico 2.3 Índice Armonizado de precios al consumo (1998-2007) .....	14
Gráfico 2.4 Tipos de interés reales en la economía española (tipo de interés nominal menos deflactor del PIB, 1980-2017).....	14
Gráfico 2.5 Composición de la deuda total de la economía española .....	15
Gráfico 2.6 Evolución comparativa de los índices de costes laborales unitarios, de productividad por unidad de trabajo empleada y precios al consumidor, de los países periféricos respecto de Alemania (1999-2012) .....	17
Gráfico 2.7 Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (PII) (Activos menos pasivos frente al resto del mundo) .....	18
Gráfico 3.1 Tasas de variación anual del PIB de la economía española (2006-2017) ...	20
Gráfico 3.2 Evolución de la tasa de desempleo de la economía española (2006-2017).	21
Gráfico 3.3 Déficit público de la economía española (como porcentaje del PIB) (1995-2017).....	22
Gráfico 3.4 Volumen de deuda pública de la economía española (como porcentaje del PIB) (1995-2017).....	23
Gráfico 4.1 Composición de la deuda de la economía griega (como porcentaje del PIB) (1997-2009) .....	36
Gráfico 4.2 Diferenciales soberanos de Grecia, Irlanda y Portugal a 10 años con la economía Alemana (2007-2013) .....	37
Gráfico 4.3 Primas de riesgo crediticio soberano y bancario (Eurozona).....	38
Gráfico 4.4 Diferenciales soberanos de la economía española a 10 años con la economía alemana (2000-2018).....	41
Gráfico 5.1 Mediana del diferencial de deuda a 10 años entre países del núcleo y periféricos, ambos frente a la deuda alemana.....	43
Gráfico 5.2 Tipos de interés oficiales del BCE (2010-2017) .....	47
Gráfico 5.3 Evolución IAPC en la Eurozona (2008-2017) .....	47
Gráfico 5.4 Comparativa de los tipos de interés a empresas en la Eurozona (2004-2018) .....	52

Gráfico 5.5 Balance del Eurosistema (2009-2016) .....	61
Gráfico 5.6 Préstamos concedidos por las Instituciones Financieras Monetarias a sociedades no financieras y a hogares (2010-2017) .....	62
Gráfico 5.7 Coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda (2010-2017) .....	63
Gráfico 5.8 Inflación medida por el IAPC y contribuciones por componentes .....	64
Gráfico 1 (Anexo) Primas de riesgo crediticio soberano y bancario en España (2008-2014).....	75
Gráfico 2 (Anexo) Financiación total del Eurosistema .....	76
Gráfico 3 (Anexo) Rentabilidad de los bonos soberanos a diez años .....	76

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1 Síntesis de las medidas de reestructuración del sector bancario español (2008-2010).....	26
Tabla 3.2 Síntesis de las medidas de reestructuración del sector bancario español (2010-2013).....	33
Tabla 5.1 Síntesis de las medidas de política monetaria aplicadas por el BCE (2008-2017).....	55
Tabla 1 (Anexo) Comparativa del déficit público de las economías periféricas y Alemania (1996-2006).....	73
Tabla 2 (Anexo) Comparativa de la deuda pública de las economías periféricas y Alemania (1996-2006).....	74
Tabla 3 (Anexo) Comparativa del déficit público de las economías periféricas y Alemania (2007-2017).....	74
Tabla 4 (Anexo) Comparativa de la deuda pública de las economías periféricas y Alemania (2007-2017).....	74
Tabla 5 (Anexo) Total de ayudas concedidas al sector bancario español (2008-2015) .	75

## **1. INTRODUCCIÓN**

La crisis de la deuda soberana que estalló en Grecia a finales de 2009 y posteriormente se expandió por el resto de los países periféricos<sup>1</sup> que forman parte de la Unión Económica y Monetaria (UEM), es consecuencia en gran parte de la crisis financiera que se desató en los Estados Unidos en el verano de 2007, la cual se transmitió rápidamente por las instituciones financieras de todo el mundo y afectó negativamente a la economía real de numerosos países. Pero, solo en el seno de la UEM se vivió posteriormente una crisis de deuda soberana, siendo la economía española una de las afectadas. Por ello, en la primera parte del trabajo, llevaré a cabo un análisis descriptivo de las causas que llevaron a transformar la crisis financiera en una crisis de deuda soberana para la economía española.

Además analizaré también las reformas llevadas a cabo en el sector bancario español y en el ámbito de la política monetaria, mediante una descripción cronológica de las medidas aplicadas.

Por último, en las conclusiones haré un breve resumen de los principales temas tratados en el trabajo y hablaré sobre una de las posibles soluciones que se ha establecido por la Comisión Europea para evitar crisis de las mismas características.

### **1.1. OBJETO DEL TRABAJO**

El objetivo principal de este trabajo es analizar de forma descriptiva las causas que llevaron a la economía española a sufrir una crisis de deuda soberana y explicar cronológicamente los principales hechos sucedidos durante la evolución de la misma y las principales medidas llevadas a cabo sobre el sector financiero y sobre la política monetaria, además de realizar un breve análisis de los efectos de estas últimas.

### **1.2. METODOLOGÍA**

La metodología que he utilizado para la elaboración de este trabajo se ha basado principalmente en una revisión e investigación bibliográfica tanto sobre la evolución de la crisis de la economía española, como sobre las políticas aplicadas en el sector bancario

---

<sup>1</sup> Considerándose como países periféricos a Portugal, España, Grecia e Italia. Posteriormente tras la crisis de deuda soberana se incluyó también a Irlanda dentro de este grupo. (En Inglés PIIGS).

español y en el ámbito monetario. Además he utilizado varias bases de datos estadísticas para la inclusión de datos macroeconómicos actualizados que he ido incluyendo a lo largo del trabajo y en los anexos.

## **2. ANTECEDENTES A LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA**

Antes de centrar el análisis en la crisis de deuda soberana sufrida por la economía española, veo necesario explicar sus antecedentes. En la introducción he hablado sobre el importante papel que ha desempeñado la crisis financiera de los Estados Unidos para el posterior desarrollo de la crisis de deuda soberana en los países periféricos. No ha sido el único factor que ha propiciado esa situación. La integración de España en la UEM, hizo que se dieran una serie de desequilibrios en su economía.

A continuación haré una descripción sobre cómo se produjo la crisis financiera de los Estados Unidos y como se trasladó a Europa.

### **2.1. ANTECEDENTES. CAMBIO EN EL PENSAMIENTO ECONÓMICO Y ESTALLIDO DE LA CRISIS FINANCIERA EN ESTADOS UNIDOS**

Tras la Gran Depresión en los EEUU, surgió la idea de que los mercados no son capaces de autocorregirse ni autorregularse por sí solos y por tanto necesitan de la intervención de un agente externo que pueda regular y corregir los fallos que se ocasionen en el mercado. Este agente externo resultó ser el sector público. Esta idea se impuso en el mundo económico tras la publicación de la Teoría General del empleo, el interés y el dinero (Keynes, 1936) y después de que estas ideas fueran aplicadas por el gobierno de los EEUU (el conocido New Deal) para salir de la recesión.

La aceptación y la implementación de estas ideas se extendió al ámbito político, propiciando un aumento de la regulación del sector financiero, pues se encontraban en una época de gran desconfianza hacia este sector (Palley, 2005; Torrero Mañas, 2013). Pero las ideas keynesianas no pudieron resolver la crisis del petróleo de los 70, por lo que perdieron credibilidad. Comenzó a surgir con fuerza el pensamiento neoliberal., pensamiento que conecta con el liberalismo del siglo XIX, que promulgaba la economía del “laissez-faire” o “dejar hacer”, que se asociaba al libre comercio y a reducir el papel del Estado.

El neoliberalismo defiende que los mercados libres son eficientes pues no permiten que los factores de producción se desperdicien y así los precios se ajustan haciendo que se empleen todos los factores. Por lo tanto, confían en el mecanismo autorregulador de los mercados. Este pensamiento triunfó en el ámbito político con la llegada al poder de Reagan y Thatcher a los gobiernos de EEUU e Inglaterra respectivamente. El pensamiento neoliberal se ha ido afianzando en el ámbito político y económico a lo largo de las últimas décadas tanto en economías en desarrollo como en economías industrializadas.

La política económica internacional ha estado dominada por el Consenso de Washington a partir de 1989. Constituido por un conjunto de reformas encaminadas a orientar a los gobiernos de los países en desarrollo y a los organismos internacionales (FMI y Banco Mundial) mediante la aplicación de políticas de desregulación financiera, privatizaciones, flexibilización de los mercados laborales, apertura del comercio y de los mercados de capitales y aplicación de políticas de austeridad (Palley, 2005).

Debido a la desregulación llevada a cabo en el sector financiero a partir de la década de los 80, se ha pasado de unos sistemas financieros nacionales con rígidas regulaciones (década de los 70), a un mercado financiero desregulado, completamente integrado y globalizado en la década de los 90. Esta globalización e integración de los mercados financieros se ha visto favorecida por el avance de las tecnologías de la información y la comunicación, las cuales han permitido realizar operaciones y movimientos de capitales instantáneamente y desde cualquier lugar. La eliminación de las fronteras nacionales y la reducción de la regulación han permitido un gran incremento de la movilidad internacional de capitales.

La transformación de los mercados financieros no se ha centrado únicamente en una mayor integración y globalización, si no que se han producido una serie de innovaciones financieras, destacando, por su papel en la crisis financiera de los EEUU, la titulización de activos (Calvo Hornero, 2008).

Entre los años 2001 y 2005 en los EEUU nos encontrábamos con un sector financiero muy desregularizado y con la aplicación de una política monetaria de tipos de interés bajos (1%) por parte de la Reserva Federal, lo que hizo que los bancos tuvieran acceso a liquidez a bajo coste. Se alcanzaron tipos reales negativos, que incentivaron el endeudamiento de familias y empresas (Nadal, 2008).



En la década de los 90 se eliminaron las barreras regulatorias que separaban la banca comercial de la banca de inversiones. En una época con precios inmobiliarios al alza y tipos reales negativos, hizo que se creara un mercado hipotecario paralelo al dominado tradicionalmente por la banca comercial. Se eliminaron así los controles a los que estaba sometido el mercado hipotecario (Nadal, 2008) provocando una relajación de las condiciones de crédito. Todo ello llevó a una creciente concesión de hipotecas sub-prime (hipotecas de muy alto riesgo).

El incremento de los créditos subprime, se vio favorecido por las innovaciones financieras, destacando la titulización, es decir la conversión de préstamos en valores, de manera que el alto riesgo que conllevan las hipotecas subprime se podía diversificar entre numerosos agentes.

La titulización creó una estructura muy compleja, vendiendo los créditos concedidos subprime como títulos en los mercados secundarios. Así las entidades financieras sacaban de sus balances los riesgos de las hipotecas subprime, trasladándolos a los compradores de los títulos. De esta manera, las entidades financieras recuperaban parte o en ocasiones, completamente la inversión, con lo que podían seguir concediendo créditos, sin preocuparse por el riesgo, ya que este se trasladaba a los compradores (no solo de los EEUU, si no también fuera, gracias a la globalización e integración financiera) de esos títulos en el mercado secundario (Calvo Hornero, 2008). Pero la titulización se complicaba aún más cuando estos títulos respaldados con créditos subprime, eran comprados por otras entidades mayoristas que agrupaban en un mismo paquete estos títulos con otros títulos de distinta calificación crediticia, para dividirlos en más tramos de diferente riesgo y después venderlos a otras entidades y ahorradores. Tanto dentro como fuera de los EEUU (Calvo Hornero, 2008; Nadal, 2008). Se creó así una estructura muy compleja, en la que se hizo muy difícil la medición de riesgos, además de crear opacidad en el sistema y asimetrías de información entre entidades emisoras y compradores de títulos.

En 2005 la Reserva Federal, ante la subida de precios generalizada, provocada en gran parte por el auge de precios del sector inmobiliario, decidió actuar aumentando los tipos de interés para controlar la inflación. Comenzaron a darse impagos, pues la subida de tipos de interés afectó en un primer momento a los poseedores de hipotecas subprime con

tipos de interés variable. Así en el año 2007 los continuos impagos, comenzaron a desacelerar la actividad en el sector financiero.

En agosto de 2007 se paralizaron los mercados de capitales, pues los procesos de titulización crearon estructuras complejas en las que era muy difícil calcular las pérdidas o saber que entidades estaban afectadas. Se extendió así la desconfianza por todo el mercado financiero.

En 2008 la caída de Lehman Brothers provocó el pánico financiero y supuso el colapso de los mercados de crédito, cerrándose así el mercado interbancario. La crisis financiera se contagió al resto de economías, ya que muchas poseían títulos directamente relacionados con los créditos subprime de los EEUU. En cambio, otros países como España, se vieron muy afectados por el cierre de los mercados, pues eran muy dependientes de la financiación exterior. (Calvo Hornero, 2008; Machinea, 2009; Torrero Mañas, 2013)

## **2.2. FACTORES EXPLICATIVOS DEL CARÁCTER DIFERENCIAL DE LA CRISIS EN ESPAÑA**

A pesar de que la crisis financiera ha sido el detonante de la crisis económica y la posterior crisis de deuda soberana en España y el resto de las economías periféricas, esta no ha sido la única causa. La formación de la Unión Monetaria, de sus órganos e instituciones, de sus políticas, han marcado la diferencia en la manera en que la crisis ha afectado a la Eurozona en comparación con otras regiones del mundo.

Las características propias de cada sistema productivo de las economías integrantes de la UEM y las divergencias entre las mismas, ha sido lo que ha marcado la diferencia sobre la manera en que han sido afectadas por la crisis financiera. Por todo ello, en los siguientes apartados voy a hablar de las deficiencias y problemas que ocasionó la UEM, centrándome en los desequilibrios sufridos por la economía española tras su integración en la Unión Monetaria y la adopción del euro.

### **2.2.1. La formación de la UEM y la teoría de las áreas monetarias óptimas**

Décadas antes de que se formara la Unión Monetaria Europea, ya habían surgido voces que anunciaban los peligros de formar una Unión Monetaria en Europa. Este es el caso

de Mundell (1961)<sup>2</sup>. No obstante, no solo indicó las desventajas o peligros de las uniones monetarias, sino que también señaló las ventajas que produciría sobre el comercio exterior.

Las ventajas de una unión monetaria sobre el comercio son claras. Con la formación de una unión monetaria, se suprimen los costes de transacción y desaparece el riesgo cambiario entre los países integrantes, lo que estimula las transacciones. Pero para conseguir estos objetivos, hay que renunciar a una política monetaria propia y al manejo de la política cambiaria, para cedérselas a una entidad supranacional que las maneje. Así, se pierde la posibilidad de utilizar estos instrumentos para llevar a cabo ajustes ante cualquier perturbación que se de en la economía.

Mundell en su teoría sobre las áreas monetarias óptimas expone que no poder utilizar estas políticas puede ser asumible en dos casos. Primero, que las economías integrantes sean muy similares en su estructura productiva, para que no se puedan producir grandes asimetrías ante posibles perturbaciones económicas, ni tampoco la necesidad de ajustes unilaterales. Si las economías integrantes tienen una estructura productiva similar, experimentarán de igual manera cualquier shock en sus economías. Segundo, que los países integrantes tengan cierta sincronización en sus ciclos económicos, de manera que todos ellos necesiten la misma política monetaria para corregir los desequilibrios producidos ante shocks externos.

Si no se cumplieran estas condiciones, explica Mundell que podrían experimentar constantes tensiones e incluso podrían fracasar. Para estos casos Mundell establece tres alternativas para poder reequilibrar la situación:

- Llevar a cabo un ajuste de precios y salarios, de modo que las economías afectadas puedan recuperar la competitividad perdida.
- Conseguir una movilidad plena de trabajo y capital, de modo que el capital se dirija a los países donde pueda obtener mayores rentabilidades, y la plena movilidad del trabajo podría disminuir al mínimo el desempleo dentro del área monetaria.

---

<sup>2</sup> Toda la información sobre la teoría de las áreas monetarias de Mundell puede encontrarse en Toribio Dávila (2011).

- Estableciendo una política fiscal centralizada con el objetivo de transferir recursos y rentas desde los países con mayor crecimiento a los que hayan sufrido un shock asimétrico<sup>3</sup>

A pesar de lo expuesto por Mundell, y que numerosos economistas señalaran la ausencia de las características necesarias para la formación de una unión monetaria óptima en el seno de la Unión Europea. En 1999 se inició la 3ª fase en la formación de la UEM<sup>4</sup>. En ella se pueden distinguir dos bloques de países con grandes asimetrías en sus estructuras productivas: las economías del núcleo en las que se incluyen Bélgica, Finlandia, Alemania, Luxemburgo y Holanda, y las economías periféricas: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España.

La formación de la UEM, con la integración de países tan diferenciados y sin una unión fiscal que pudiera realizar transferencias de rentas y recursos entre los países integrantes, además de la puesta en marcha de una política monetaria única, en países con diferentes necesidades, dio lugar a una serie de desequilibrios en las economías periféricas.

Según Miguel Ruesga Benito (2013), en el caso de la economía española, estos desequilibrios, se deben a dos efectos negativos sobre la balanza exterior. Primero, un proceso de intenso endeudamiento del sector privado. Segundo, una continua pérdida de competitividad de la economía española frente a las economías del núcleo (principalmente Alemania) que ahondó aún más en el desequilibrio externo.

A continuación analizaré con más detalle los desequilibrios sufridos por la economía española desde su integración en la UEM, hasta el estallido de la crisis financiera.

---

<sup>3</sup> Los shocks asimétricos se definen como alteraciones que afectan en direcciones opuestas a distintas economías.

<sup>4</sup> En 1989 el Consejo Europeo celebrado en Madrid aceptó el “Informe Delors” que se había presentado un año antes. En este informe se establecieron las bases en torno a las que formar la unión monetaria, y ese proceso se dividió en 3 fases:

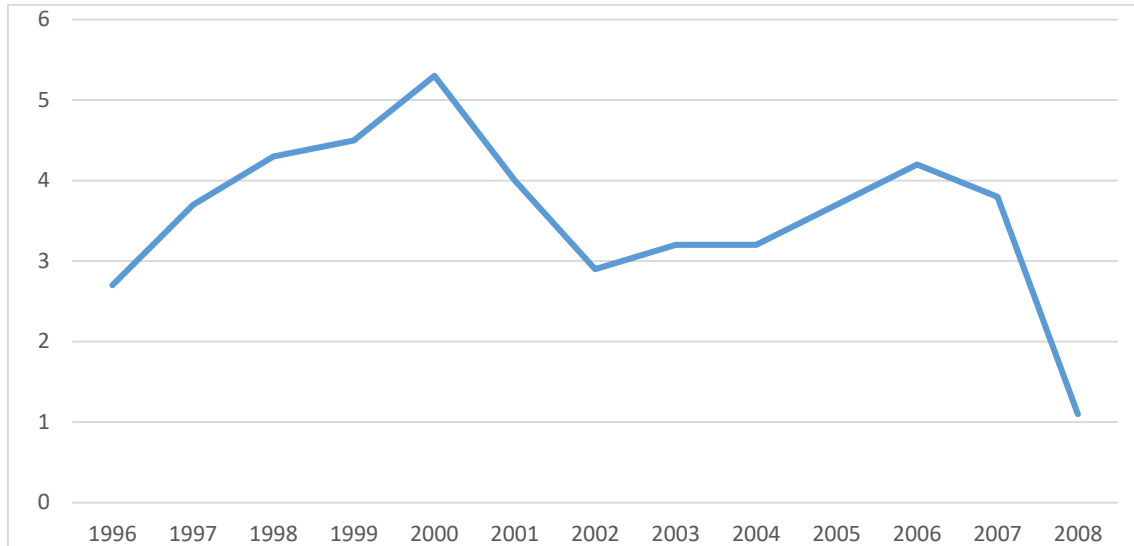
*1ª Fase (1990-1993):* Se finalizó el proceso de construcción del mercado interior europeo, se liberalizaron los movimientos de capitales y se elaboraron planes de convergencia económica.

*2ª Fase (1994):* Se creó el Instituto Monetario Europeo, que después se acabó convirtiendo en el Banco Central Europeo y se establecieron unos criterios de convergencia, en el “Tratado de Maastrich”, a través de los cuales se estableció que países podrían entrar en la UEM y cuáles no.

*3ª Fase (1999):* Creación de la UEM, fijación permanente de los tipos de cambio entre las monedas nacionales e implantación del euro como moneda oficial.

### 2.2.2. Auge del endeudamiento del sector privado y deterioro de la competitividad en la economía española (1999-2007)

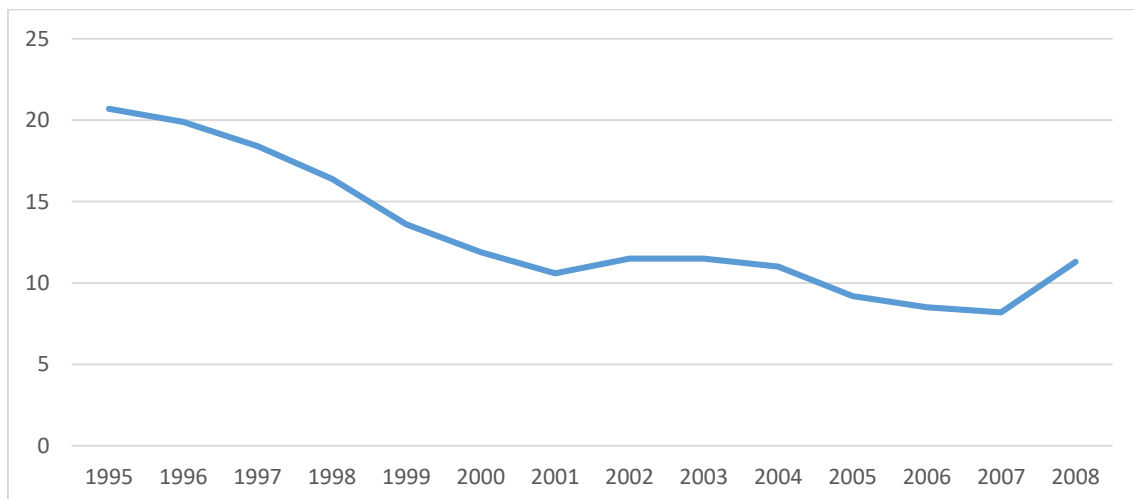
Gráfico 2.1 Tasas de variación anual del PIB de la economía española (1996-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el INE

El periodo 1999-2007 se caracterizó por un fuerte crecimiento del PIB de la economía española. El crecimiento medio anual fue cercano al 3,8% (gráfico 2.1). Esta evolución positiva del crecimiento de la economía, se reflejó en una continua reducción del desempleo, alcanzando en el año 2007 su mínimo (gráfico 2.2).

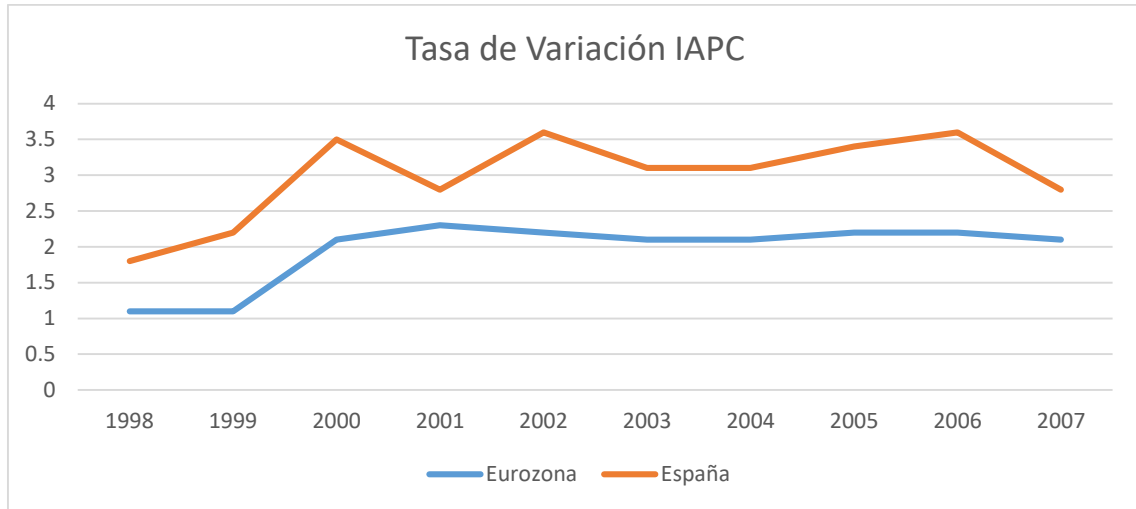
Gráfico 2.2 Evolución de la tasa de desempleo de la economía española (1995-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por Eurostat

La integración de la economía española en la UEM, supuso la cesión de las políticas monetaria y cambiaria, que pasaron a manos del BCE. La política monetaria aplicada junto a la reducción de los riesgos cambiarios llevó a una fuerte bajada de los tipos de interés.

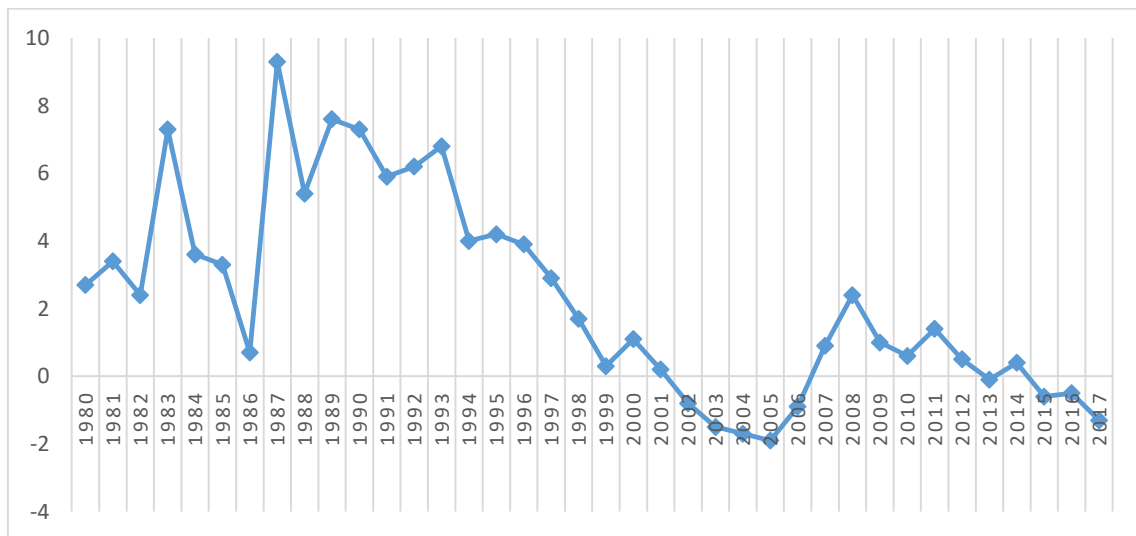
Gráfico 2.3 Índice Armonizado de precios al consumo (1998-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por Eurostat

En una economía como la española con una inflación superior a la media de los países de la Eurozona (gráfico 2.3), llevó a los tipos de interés reales a valores negativos entre los años 2002 y 2006 (gráfico 2.4)

Gráfico 2.4 Tipos de interés reales en la economía española (tipo de interés nominal menos deflactor del PIB, 1980-2017)

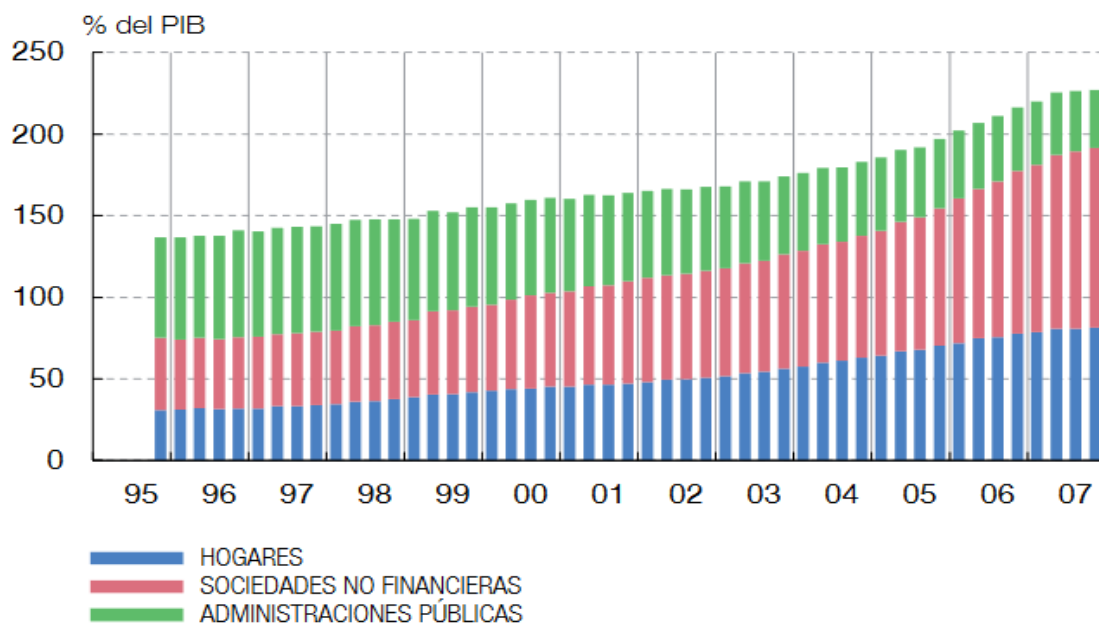


Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por AMECO<sup>5</sup>

<sup>5</sup> AMECO: Es una base de datos macroeconómicos de la Comisión Europea

El resultado fue un fuerte efecto expansivo para la economía española, de modo que, se favoreció el incremento del consumo y de la inversión, acompañados de un incremento del endeudamiento del sector privado.

Gráfico 2.5 Composición de la deuda total de la economía española



Fuente: Banco de España (2017)

El incremento de la financiación al sector privado, se concentró sobre todo en el sector inmobiliario, para la adquisición de viviendas por parte de los hogares y para la construcción por parte de las empresas.

La integración en la UEM produjo un cambio sobre las condiciones bajo las que empresas y familias tomaban sus decisiones de inversión. En el contexto de expansión económica que se dio entre 1999 y 2007, se elevaron las expectativas sobre el crecimiento de las rentas futuras. Además la mejora de las condiciones de acceso a la financiación, por los bajos tipos de interés y el aumento de la población, facilitaron el incremento de la demanda de viviendas (Paúl Gutiérrez, 2006). Se produjo una dinámica alcista de los precios de las viviendas, facilitando así el incremento de la oferta de créditos respaldados por la evolución positiva de los precios de los activos inmobiliarios (Banco de España, 2017).

La oferta de viviendas respondió al incremento de la demanda gracias a las favorables condiciones de acceso al crédito por parte de las empresas y a la abundante mano de obra

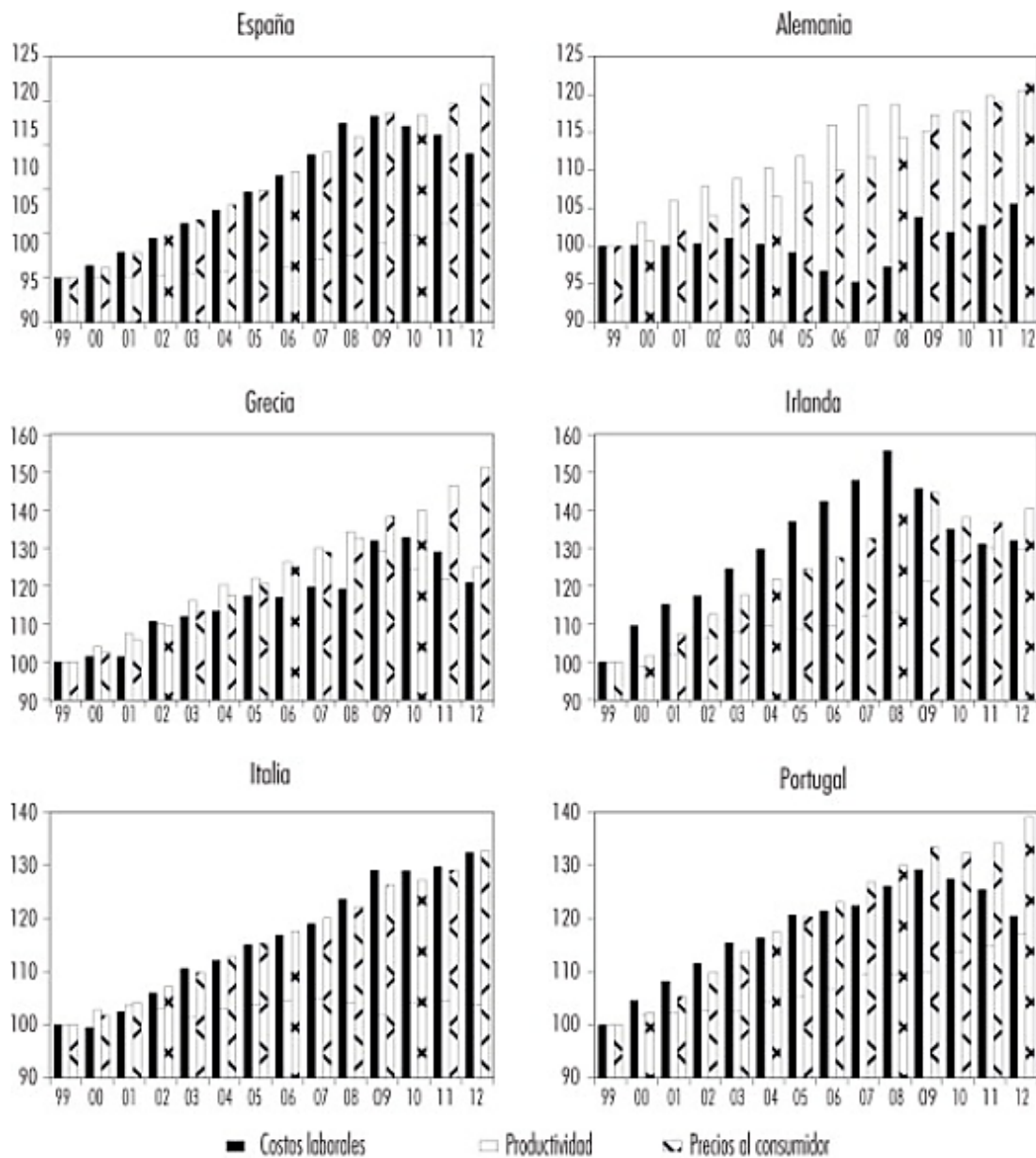
(alimentada por la inmigración). A pesar del incremento de la oferta, los precios de la vivienda continuaron aumentando durante los años previos a la crisis, provocando una burbuja especulativa, que estalló en 2007 con el cierre de los mercados interbancarios.

Como indica Miguel Ruesga Benito (2013), el proceso de endeudamiento del sector privado se vio acompañado de una continua pérdida de competitividad de la economía española frente al resto de países integrantes de la Eurozona. En el contexto de la UEM, la tasa de inflación de la economía española se situó por encima de la registrada por el conjunto de la eurozona entre 1999 y 2007 (gráfico 2.3), lo que provocó una pérdida de competitividad-precio de la economía española frente al resto de la UEM (Banco de España, 2017).

El aumento de los salarios en el sector de la construcción e inmobiliario, junto con el continuo crecimiento de la demanda agregada de toda la economía española, provocó un incremento generalizado de los costes laborales, superior al incremento de la productividad por unidad de trabajo (gráfico 2.6) y presionando el índice de precios de consumo al alza. En una unión monetaria donde existe una única moneda para todos los países integrantes, (y por tanto no hay posibilidad de devaluaciones monetarias para recuperar la competitividad exterior), el aumento generalizado de precios y costes laborales, por encima del crecimiento de la productividad, se traduce en una pérdida de competitividad. Si observamos el gráfico 2.6 podemos ver como España y el resto de países periféricos (a excepción de Grecia) han experimentado un crecimiento de los costes laborales (tras la introducción del euro) por encima de la productividad, ocasionando a todos ellos una pérdida de competitividad respecto de Alemania (Carrasco, 2014; Miguel Ruesga Benito, 2013).



Gráfico 2.6 Evolución comparativa de los índices de costes laborales unitarios, de productividad por unidad de trabajo empleada y precios al consumidor, de los países periféricos respecto de Alemania (1999-2012)



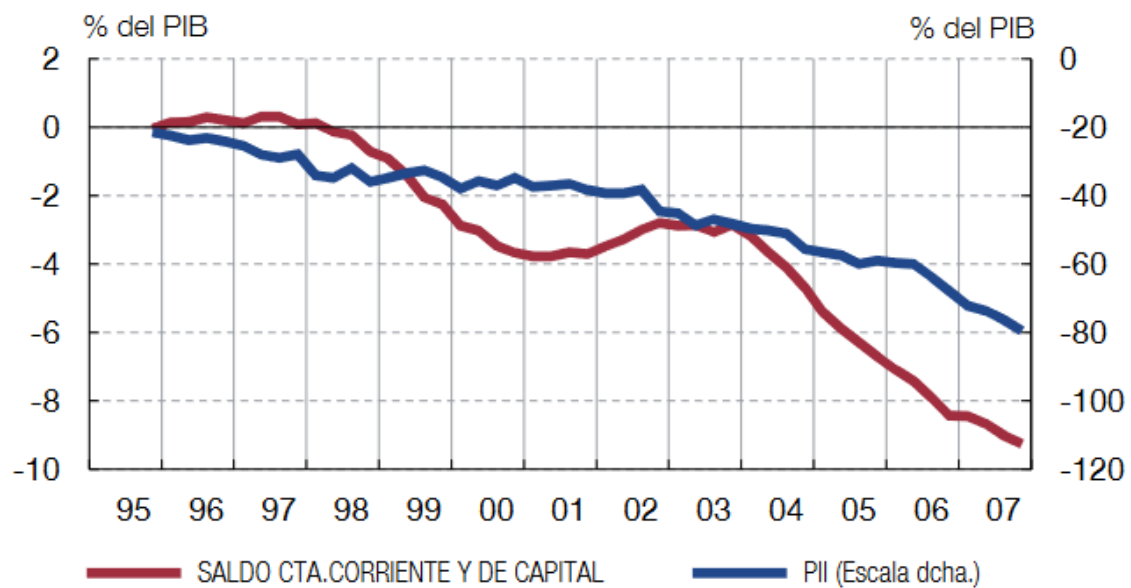
Fuente: Carrasco (2014)

Por su parte Lapavitsas et al., (2010) defiende que la pérdida de competitividad de los países periféricos, se relaciona también con la posición comercial adoptada por Alemania desde la formación de la UEM. Alemania, ha conseguido implantar una fuerte flexibilización de las condiciones laborales a la vez que ha conseguido contener el crecimiento de los costes laborales. Además se ha beneficiado de mano de obra barata de los países de Europa del Este. Por tanto, con esta política ha logrado una presión a la baja sobre los salarios alemanes y ha mejorado la competitividad de su economía. Observando

el gráfico 2.6 se puede ver como los costes laborales se mueven casi al mismo ritmo que la productividad, mientras que en los países periféricos los costes laborales unitarios han aumentado de forma significativa. En el caso de España lo han hecho mucho más que la productividad. Esto tiene mucho que ver con el gran aumento de la demanda interna (centrada en la inversión inmobiliaria) y el incremento de la mano de obra en el sector inmobiliario, marcado por una intensiva utilización de la mano de obra, lo que ha supuesto un impacto negativo en el crecimiento de la productividad (Paúl Gutiérrez, 2006).

Las consecuencias del incremento de la demanda y la pérdida de competitividad de la economía española se reflejaron en un fuerte incremento de las importaciones, de forma que el saldo deficitario de la cuenta corriente y de capital (necesidades de financiación) llegó a situarse en el 9% del PIB en 2007.

Gráfico 2.7 Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (PII) (Activos menos pasivos frente al resto del mundo)



Fuente: Banco de España (2017)

Los déficits en la balanza de pagos provocados por el incremento del endeudamiento del sector privado, llevaron a un aumento de la Posición de Inversión Internacional neta (PII)<sup>6</sup> deudora de la economía española, alcanzando el 80% del PIB en 2007. Las entradas de capital, hacia España (representadas por el saldo de la PII) fueron obtenidos por las entidades de crédito (destacando las cajas de ahorros), mediante la emisión de valores

<sup>6</sup> PII: Representa el stock de activos y pasivos financieros de un país, frente al resto del mundo. Si el volumen de pasivos frente al exterior es superior al volumen de activos, el país tendrá una posición de inversión internacional deudora frente al resto del mundo, y viceversa.

(cédulas hipotecarias y titulizaciones) para financiar la expansión del crédito ante la mayor demanda de financiación del sector privado español. Las entidades se hicieron dependientes de la financiación exterior para poder abastecer la creciente demanda de crédito del sector privado español (Banco de España, 2017)

En definitiva, el periodo 1999-2007 vino marcado por un fuerte crecimiento del endeudamiento del sector privado español, centrado en el sector inmobiliario, y financiado gracias a capitales exteriores por medio de las entidades de crédito españolas, principalmente cajas de ahorros, que se financiaron a su vez en los mercados exteriores mediante emisión de valores. Además de una continua pérdida de competitividad de la economía española dentro de la Eurozona.

### **3. IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA**

El comienzo de la crisis en España, vino marcado por la crisis financiera de los Estados Unidos en 2007. Esta fue el detonante de la que después acabó convirtiéndose en una crisis de deuda soberana en la Eurozona, y en su caso en la economía española.

En el año 2007 comenzaron a darse las primeras turbulencias en los mercados financieros. Se produjo una moderación del ritmo de expansión, por el endurecimiento de las condiciones de financiación. Los aumentos de los tipos de interés marcados por el BCE se incrementaron en 2 puntos porcentuales entre 2005 y 2007. Se comenzó a mostrar una desaceleración tanto de la demanda como de los precios. El incremento de los tipos de interés y el menor crecimiento de la riqueza (por el menor crecimiento del precio de los activos) llevaron a moderar el consumo y la inversión residencial (Banco de España, 2017).

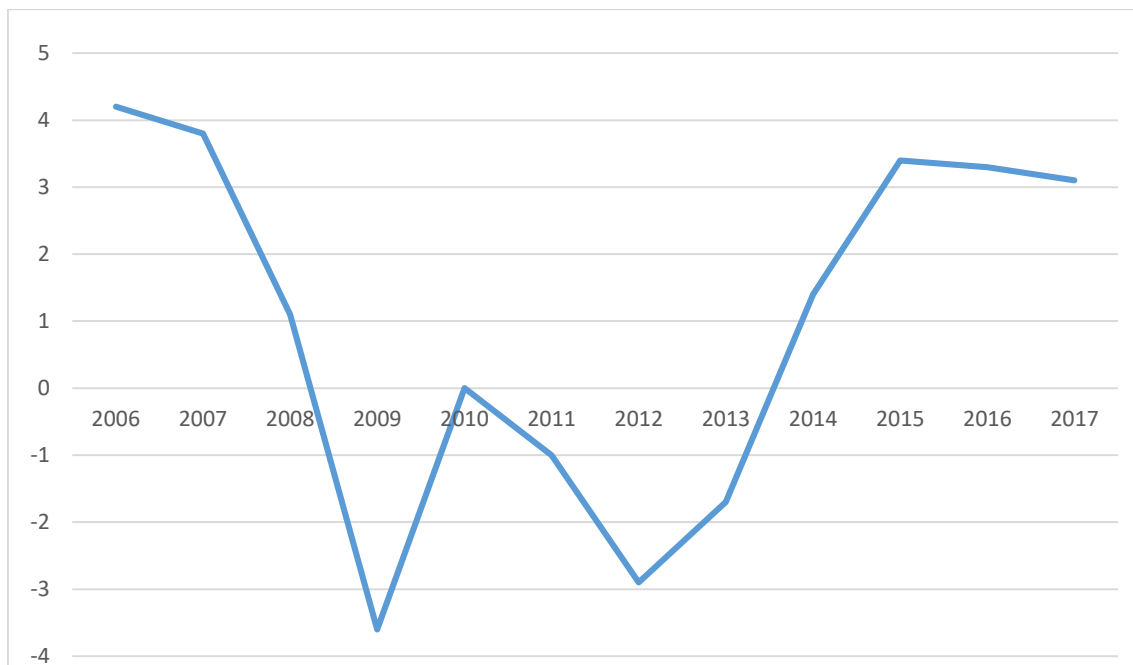
La economía española entró en recesión a finales de 2008 ante la brusca paralización de los mercados financieros.

Gran parte de los préstamos de alto riesgo estadounidenses, habían sido titulizados durante la expansión económica. Esto unido a la gran integración financiera a escala global, hizo que esos títulos se esparcieran por los sistemas financieros de diversas economías, afectando a las economías de la Eurozona (principalmente los países del núcleo). Estos activos titulizados se habían colocado en el mercado bajo estructuras muy

complejas, lo que hizo muy difícil su valoración. Además estas estructuras dificultaron la identificación de los tenedores de estos títulos. Así, se produjo un fuerte aumento de la incertidumbre y la desconfianza en los mercados financieros, que desembocó en un endurecimiento de las condiciones de financiación, provocando el cierre de los mercados interbancarios.

El cierre de los mercados financieros provocó un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado, afectando negativamente a la economía real, y ante las malas expectativas sobre el crecimiento de la economía y la menor disponibilidad de crédito para las empresas, se produjo un descenso de la producción y por tanto del empleo.

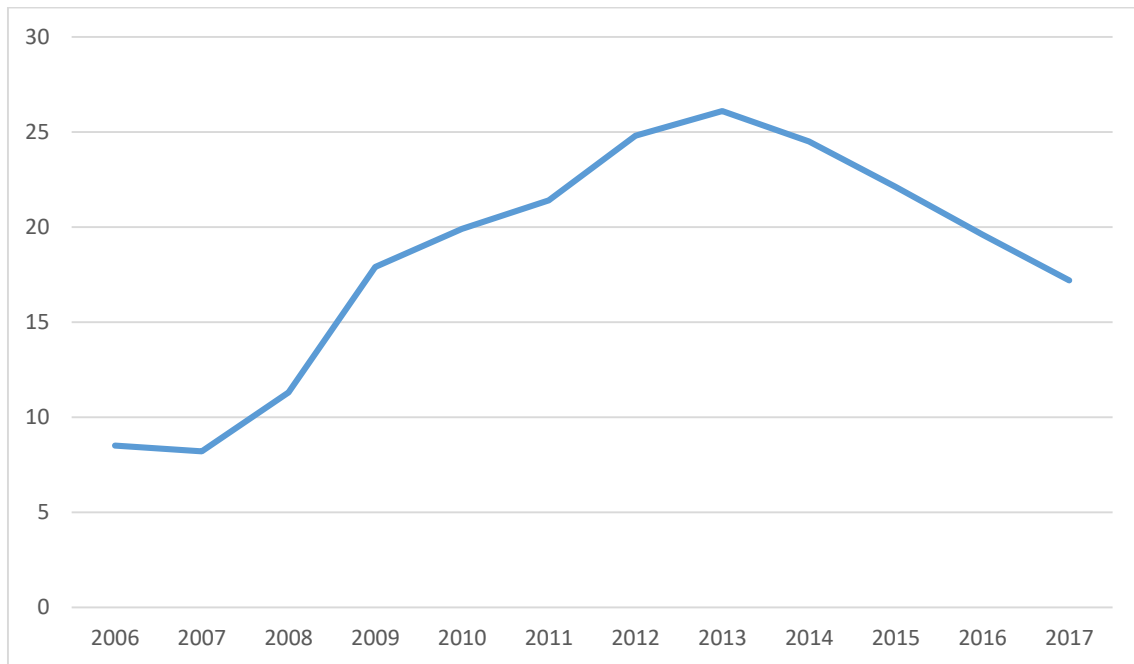
Gráfico 3.1 Tasas de variación anual del PIB de la economía española (2006-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el INE.

Observando el gráfico 3.1 se puede ver como la tasa de crecimiento del PIB español se desaceleró fuertemente después de 2007, alcanzando un crecimiento negativo a finales de 2009 del -3.6% del PIB. La tasa de desempleo se vio fuertemente acelerada a partir de 2007. Aumentó un 9,7% entre 2007 y 2009 (gráfico 3.2).

Gráfico 3.2 Evolución de la tasa de desempleo de la economía española (2006-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por Eurostat.

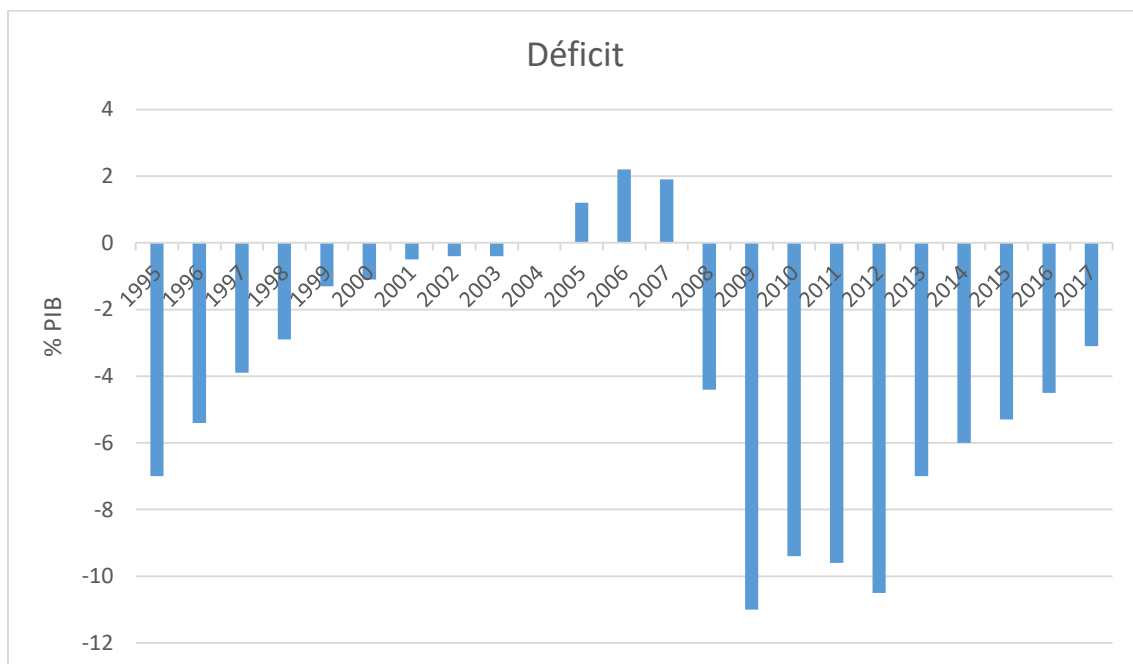
Ante el impacto de la crisis financiera en España y el resto de la Eurozona, las autoridades europeas y nacionales actuaron sobre tres frentes, principalmente:

- Los gobiernos nacionales, apoyaron a sus sectores bancarios mediante recapitalizaciones y avales, para facilitar su financiación, y así evitar un colapso del sistema bancario. En el caso español se verá, a continuación, como el estado ha recapitalizado a su sector bancario mediante provisiones de liquidez de carácter público, compras de diversos activos, además de una petición formal de rescate a las autoridades europeas (en 2012) para recapitalizar la banca con cargo a los presupuestos del estado. Todo ello ha supuesto un incremento adicional de su deuda pública.
- Los gobiernos nacionales adoptaron una serie de medidas discrecionales de carácter contracíclico mediante el uso de políticas fiscales expansivas (recortes impositivos y aumentos del gasto público principalmente). Además los estabilizadores automáticos hicieron su trabajo (destacando el seguro de desempleo) aumentando el gasto público. En el caso español estas medidas se introdujeron mediante el Plan de Estímulo de la Economía y el Empleo (Plan E) y el posterior Plan de Economía Sostenible (Calvo Bernardino y Martín de Vidales Carrasco, 2014).

- Las autoridades monetarias (BCE) desde finales de 2008 recortaron los tipos de interés, además de introducir medidas no convencionales que se centraron en aumentar la provisión de liquidez a las entidades financieras. Estas medidas las explicaré en más detalle en el apartado 5, sobre la política monetaria del BCE.

El resultado de todas estas actuaciones, junto con la caída de la producción y el aumento del desempleo, dio lugar a una fuerte reducción de la recaudación fiscal. Todo ello hizo que aparecieran fuertes déficits públicos y con ellos un aumento de la deuda pública. La economía española pasó de tener un superávit del 1,9% en 2007 a un déficit del -11% en 2009 (gráfico 3.3) y la deuda pública creció desde el 35,6% del PIB en el año 2007 hasta el 52,8% (gráfico 3.4) en 2009.

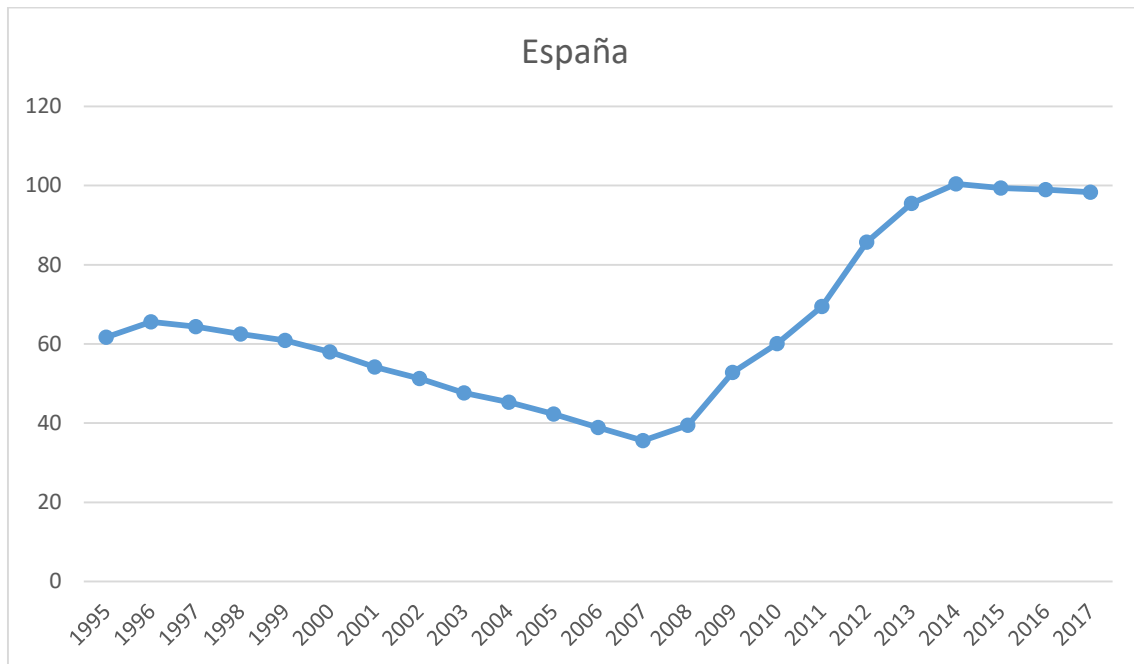
Gráfico 3.3 Déficit público de la economía española (como porcentaje del PIB) (1995-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por AMECO

Esta situación no se dio solo en la economía española, sino que también se dio en el resto de economías periféricas (con diferencias) pues todas ellas vieron aumentado fuertemente su déficit público, y por tanto también el volumen de su deuda pública (Anexo: Tablas 3 y 4).

Gráfico 3.4 Volumen de deuda pública de la economía española (como porcentaje del PIB) (1995-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por AMECO

Los abultados déficits y volúmenes de deuda pública en las economías periféricas, generaron las primeras tensiones en los mercados financieros internacionales, centrándose en un principio en la economía griega, durante la última parte de 2009 y trasladándose después al resto de economías periféricas. Se inició así la crisis de deuda soberana europea, que explicaré en el apartado 4.

### 3.1. LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA ESPAÑOLA

Las primeras tensiones globales ocurridas tras el estallido de la crisis financiera en los EEUU, no afectaron en gran medida a las entidades financieras españolas, pues estas no poseían apenas exposiciones significativas a los productos crediticios de los Estados Unidos. Pero, la elevada exposición al mercado inmobiliario, y la excesiva necesidad de financiación de los mercados internacionales (gráfico 2.7), situaron al sector financiero español en una situación de vulnerabilidad, por el cambio en las condiciones de financiación en los mercados internacionales de capitales (los cuales se habían bloqueado, en una situación de incertidumbre al no poder estimar ni saber exactamente en qué medida y que entidades estaban afectadas por los títulos “tóxicos” estadounidenses) y por la caída de la actividad económica.

Además se produjo una rápida desaceleración del crédito hasta mediados de 2009, y posteriormente una caída de la concesión de créditos, que fue aumentando a partir de entonces, a la vez que se produjo un fuerte incremento del crédito dudoso, especialmente en los créditos destinados al sector de construcción e inmobiliario. Lo que desembocó en tasas de morosidad crecientes. Así se produjo un rápido incremento de las tasas de morosidad pasando del 0.8% sobre el crédito total concedido en 2007, al 8% a finales de 2011. Estos ratios fueron mayores en las cajas de ahorros que en los bancos, pues fueron las entidades que más se expusieron a los sectores de construcción e inmobiliarios durante los años previos (Banco de España, 2017).

Ante esta situación, se llevaron a cabo una serie de actuaciones regulatorias sobre el sector financiero español, con el fin de mejorar la situación de las entidades y evitar la quiebra del sistema financiero español y posibles riesgos sistémicos.

### **3.1.1. Reestructuración del sector financiero (2008-2009)**

A pesar de que el impacto de la crisis financiera en un principio fue más limitado en las entidades españolas, se desarrollaron dos medidas acordadas con el resto de países de la UEM para mejorar la liquidez (Banco de España, 2017):

- El 10 de octubre, se creó un Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF): mediante el Real Decreto-Ley 6/2008, para invertir en instrumentos de alta calidad emitidos por las instituciones crediticias, que tuvieran como garantía nuevos créditos concedidos a familias, empresas y otras entidades no financieras. El objetivo de estas adquisiciones era proporcionar liquidez a las entidades de crédito para que la dirigieran en forma de créditos a familias y empresas.
- El 13 de octubre, se creó un mecanismo de provisión de avales del Estado: mediante el Real Decreto-Ley 7/2008, para las nuevas emisiones de instrumentos financieros realizadas por entidades de crédito españolas. El importe de los avales se situó entre 2008 y 2009 en unos 69.700 millones de euros.

Además para mejorar la confianza de los depositantes e inversores, el 10 de octubre, se llevó a cabo una reforma sobre los Fondos de Garantía de Depósitos, mediante el Real Decreto 1642/2008, que aumentó los importes garantizados de los depósitos, pasando de una cobertura de 20.000 a 100.000 euros por depositante.



En 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) mediante el Real Decreto- Ley 9/2009, del 26 de junio, con una dotación inicial de 9.000 millones de euros, de los cuales 6.750 millones de euros fueron con cargo a los presupuestos del Estado y 2.250 millones de euros fueron aportados por los Fondos de Garantías de Depósitos.

El objetivo del FROB era conseguir una reestructuración ordenada del sistema bancario para evitar que alguna de las entidades pudieran generar un riesgo sistémico<sup>7</sup> y reforzar los recursos propios de las entidades (Calvo Bernardino y Martín de Vidales Carrasco, 2014).

Para que el FROB gestionara un proceso de reestructuración, la entidad de crédito en dificultades, debía buscar una solución privada y una vez agotada esta vía, el FROB mediante fondos públicos podía atender las necesidades concretas de cada entidad. El modelo se articuló con ayuda de los tres Fondos de Garantía de Depósitos. La reestructuración podía realizarse mediante tres vías:

- Reforzar el patrimonio y la solvencia de la entidad
- Fusión o absorción
- Traspaso total o parcial del negocio

El 29 de junio de 2010, se introdujo una Circular del Banco de España 3/2010, para mejorar las políticas de gestión de las operaciones crediticias<sup>8</sup> de las entidades de crédito, para reducir la morosidad y mejorar la cobertura sobre sus operaciones impagadas. El objetivo era incentivar a que vendieran estos activos (Banco de España, 2017).

Las medidas aplicadas durante este primer periodo de la crisis, se centraron en reforzar la liquidez de las entidades de crédito, mediante adquisiciones de activos financieros por parte del Estado y mediante la concesión de una serie de avales del Estado a las emisiones de instrumentos financieros de las entidades. En la siguiente tabla se resumen estas medidas:

---

<sup>7</sup> Entidades sistémicas son las que por tamaño o su interconexión con el resto de entidades puedan suponer un riesgo para el conjunto del sistema financiero ante la caída de la entidad.

<sup>8</sup> Mediante la mejora en la evaluación de la capacidad de pago del prestatario, fijar unas condiciones para la renegociación de deudas, o mayor prudencia en el uso de valores de tasación.

Tabla 3.1 Síntesis de las medidas de reestructuración del sector bancario español (2008-2010)

<b>10 Octubre 2008</b>	<i>Real Decreto Ley 6/2008</i> : Creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros
<b>10 Octubre 2008</b>	<i>Real Decreto 1642/2008</i> : Incremento de los importes garantizados por los Fondos de Garantías de Depósitos hasta los 100.000 euros por depositante
<b>13 Octubre 2008</b>	<i>Real Decreto Ley 7/2008</i> : Provisión de Avaes del Estado para nuevas emisiones de deuda de las entidades de crédito
<b>26 Junio 2009</b>	<i>Real Decreto Ley 9/2009</i> : Creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) para gestionar los procesos de reestructuración del sistema bancario y reforzar los recursos propios de las entidades

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el Banco de España.

### 3.1.2. Reestructuración del sector financiero ante la crisis de deuda soberana (2010-2013)

A principios de 2010, comenzaron a darse las primeras tensiones sobre la deuda soberana en Grecia. Estas tensiones se fueron trasladando hacia el resto de economías periféricas, lo que dificultó el acceso a la financiación de los mercados internacionales para las entidades bancarias de los países bajo tensiones (lo explicaré con más detalle en el apartado 4).

Para eliminar la incertidumbre de los mercados financieros internacionales, sobre las entidades financieras españolas y permitir su acceso a la financiación de estos mercados, se aplicaron un conjunto de normas para mejorar su solidez y su transparencia.

El 29 de junio de 2010, entró en vigor, la Circular del Banco de España 3/2010 para mejorar las políticas de gestión de las operaciones crediticias de las entidades y reducir así la morosidad.

El 9 de julio de 2010 se aprobó el Real Decreto-ley 11/2010, para reformar el sector de las cajas de ahorros, eliminando sus debilidades estructurales (gobernanza, acceso a los mercados de capitales y obtención de recursos de máxima calidad).

Para mejorar el acceso a los mercados de capitales, se permitió la emisión de cuotas participativas con derechos de voto, y la obligación de sacarlas a cotización en mercados secundarios, ya que debido a su forma jurídica, las cajas no podían emitir acciones, y la única manera de generar recursos propios de máxima calidad era mediante la capitalización de beneficios. De esta manera se permitía que estas captaran recursos de mayor calidad en los mercados financieros.

También, se llevaron a cabo una serie de medidas para cambiar la organización institucional de las cajas para facilitarles el acceso a los mercados de capitales. Así las cajas podían ejercer su actividad mediante:

- La creación de un banco a través del que pasarían a ejercer el control de su actividad de manera indirecta teniendo al menos el 50% de su capital.
- Transformarse en una fundación, conservando la obra social, pero traspasando todo el negocio financiero a un banco.

Estas medidas propiciaron la “fusión” de las cajas de ahorros a través de una figura denominada Sistemas Institucionales de Protección (SIP), en la cual las cajas se “fusionaban” con otras pero podían mantener su forma jurídica de caja de ahorros (Calvo Bernardino y Martín de Vidales Carrasco, 2014).

Además se buscó la profesionalización de las cajas mediante cambios en las estructuras de gobierno, reduciendo el peso de los poderes públicos en estos órganos, estableciendo incompatibilidades entre altos cargos del sector público y el gobierno de las cajas, además de exigir conocimientos profesionales y experiencia para el desarrollo de estas funciones. Se obligó a las cajas a publicar informes anuales sobre su gobierno corporativo para reforzar su transparencia (Banco de España, 2017).

En noviembre de 2010 tuvo lugar el segundo episodio de crisis de deuda soberana, esta vez centrado en Irlanda, que provocó desconfianza sobre los países de la periferia en los mercados financieros. Se volvieron a producir dificultades para el acceso a estos mercados, a muchas cajas de ahorros y otras entidades bancarias (Banco de España, 2011).

Para mejorar la confianza en el sector financiero español, y conseguir el acceso de las entidades a los mercados financieros internacionales, se aplicaron una serie de medidas para mejorar la transparencia y la solvencia de las entidades financieras españolas.

Para mejorar la transparencia de las entidades españolas, en noviembre de 2010, el Banco de España puso en vigor la Circular del Banco de España 5/2011. El Banco de España pidió a las cajas de ahorros que publicaran información precisa, sobre su exposición al sector inmobiliario, así como el volumen de financiación mayorista y la situación de liquidez en la que se encontraban. Esta información se hizo pública en enero de 2011 (Banco de España, 2011).

Se buscó también mejorar la solvencia de las entidades de crédito españolas, y para ello se decretaron las siguientes leyes:

- Real Decreto-ley 2/2011, del 18 de febrero, por el cual se buscaba reforzar la solvencia de las entidades y acelerar los procesos de reestructuración a través de los SIP. Se estableció el requerimiento de un nivel mínimo de capital principal (capital, reservas, primas de emisión, etc.) con relación a los activos ponderados por riesgo del 8% o del 10% cuando se tratara de entidades con menor posibilidad de captar capital. Para el cumplimiento de esta nueva ley, las entidades podían acudir a inversores privados, salir a bolsa, o acudir a la ayuda del FROB, para alcanzar las nuevas exigencias de capital.

Dentro de esta ley se estableció el FROB II, adaptando el papel del FROB para reducir las dificultades de acceso a los mercados por parte de las entidades de crédito españolas mediante la adquisición de acciones ordinarias (solo en el caso de bancos o cajas que hayan traspasado su actividad a un banco) de las entidades que no cumplieran los requisitos mínimos de capital, y así acelerar los procesos de reestructuración (Banco de España, 2017).

Además de esta se aprobaron otras dos normativas encaminadas a mejorar la solvencia de las entidades:

- Real Decreto-ley 771/2011, del 3 de junio, para supervisar las políticas de remuneraciones de las entidades de crédito y exigir sistemas para el control del riesgo de liquidez.
- Real Decreto-ley 16/2011, del 14 de octubre, que unificó los tres fondos de garantía en uno solo, creándose el Fondo de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito (FGDEC), y se amplió el ámbito de actuación del Fondo para reforzar la solvencia de las entidades.

En resumen, las medidas aplicadas durante este primer periodo de la crisis de deuda soberana, se centraron en fomentar los procesos de integración de las cajas, de manera que se buscaba un mayor tamaño y concentración de las mismas, además de su profesionalización mediante cambios en su forma jurídica, de manera que pasasen a funcionar como bancos, y también, mejorar el acceso de las entidades española a la financiación de los mercados financieros, buscando una mayor transparencia, además de aumentar los requerimientos de capital a las entidades, para mejorar su solvencia y conseguir una mayor confianza de los mercados financieros.

A lo largo del primer trimestre de 2012, se produjo un nuevo episodio de tensión en los mercados financieros (esta vez centrados en Italia y España). Había preocupación por el endeudamiento público de la economía italiana y por la situación del sistema financiero español, además de los desequilibrios presupuestarios producidos desde 2007. Esto unido al crecimiento económico negativo, al aumento del desempleo y al agravamiento de los problemas políticos en Grecia hizo que se acentuaran nuevamente las tensiones en los mercados financieros, afectando nuevamente a la capacidad de las entidades de crédito españolas para financiarse en el exterior. Se produjo una fuerte fragmentación financiera por los incrementos de los diferenciales de deuda soberana entre países de la UEM y fuertes salidas de capital de las economías afectadas por las tensiones hacia las economías del núcleo, lo que mermó, en gran medida, la efectividad de la política monetaria aplicada de tipos de interés bajos.

A comienzos de 2012 las condiciones de financiación para las entidades de crédito españolas en los mercados internacionales eran muy estrictas, y comenzaron a endurecerse aún más ante el impacto de la nueva recesión sobre la situación de las entidades de crédito.

Para reducir la incertidumbre sobre los balances de las entidades bancarias españolas por los activos relacionados con el sector de la construcción e inmobiliario, se articularon las siguientes leyes para sanear los riesgos de las entidades con este sector (Banco de España, 2017):

- Real Decreto-ley 2/2012, del 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. Se exigieron coberturas adicionales para cubrir pérdidas de la cartera de activos problemáticos relacionados el sector inmobiliario, además de nuevas exigencias de capital principal adicionales.

- Real Decreto-ley 18/2012 del 11 de mayo, de saneamiento y venta de activos inmobiliarios. Se establecieron dos medidas, por un lado, se exigieron niveles de provisiones adicionales para cubrir las inversiones relacionadas con el sector inmobiliario, por otro lado, modificar la normativa del FROB para prestar apoyo financiero a las entidades con recursos propios deficitarios.

Estas medidas no fueron suficientes y ante la situación de inestabilidad producida durante el verano de 2012, para reforzar la confianza en la solvencia de las entidades de crédito españolas, el ministro de economía encargó un análisis externo (top-down) para evaluar la resistencia de las entidades de crédito españolas ante un fuerte deterioro adicional de las economías. (Calvo Bernardino y Martín de Vidales Carrasco, 2014).

El 21 de junio de 2012 se publicaron los resultados de las pruebas, realizadas sobre 14 grupos bancarios que representaban en conjunto alrededor del 90% del total del sector. Estos resultados señalaron que los problemas se centraban en las entidades participadas por el FROB o que habían solicitado grandes cantidades de ayudas públicas. En este informe detallaban cuales serían las necesidades de capital del sector en dos escenarios: un escenario en el cual las necesidades de capital serían entre 16.000 y 26.000 millones de euros, y un escenario adverso que situaría las necesidades de capital entre 51.000 y 62.000 millones de euros (Calvo Bernardino y Martín de Vidales Carrasco, 2014).

Ante estos resultados el gobierno español solicitó la ayuda financiera externa a las instituciones europeas el 25 de junio de 2012, y el rescate fue aprobado en la cumbre del Eurogrupo celebrada en Bruselas el 29 de junio de 2012. Para conceder la ayuda al sector bancario español, se firmó el Memorandum de Entendimiento (MOU) entre la Comisión Europea y el gobierno español. Estaba formado por dos documentos:

- Memorando de entendimiento sobre condiciones de política sectorial
- Acuerdo marco de asistencia financiera

Para conseguir el acceso a la financiación de los mercados financieros internacionales por parte de las entidades de crédito españolas, el MOU estableció tres objetivos (Banco de España, 2017):

- Determinar las necesidades de capital de cada entidad de crédito: mediante un análisis (bottom-up) sobre la calidad de los activos y pruebas de resistencia. Los resultados clasificaron los bancos en cuatro grupos, diferenciando:

- Grupo 0: bancos que no necesitaban ayuda externa y cumplían con los niveles de solvencia exigidos.<sup>9</sup>
  - Grupo 1: bancos nacionalizados por el FROB antes de la solicitud de rescate.<sup>10</sup>
  - Grupo 2: bancos con déficit de capital y que no pudieron cumplirlo de forma privada, por lo que necesitaban ayuda pública.<sup>11</sup>
  - Grupo 3: bancos con déficit de capital que podían afrontarlo sin ayuda pública (en este grupo no se incluyó ninguna entidad).
- Establecer estrategias de recapitalización, reestructuración o resolución de entidades vulnerables. A las entidades de los grupos 1 y 2 se les obligó a presentar planes de reestructuración o resolución ante la Comisión Europea, para recibir la ayuda.
  - Segregación de activos dañados de las entidades que recibieron ayudas públicas para recapitalizarse: mediante el traspaso de activos problemáticos a una entidad externa de gestión de activos.

Además de estas medidas cabe destacar que otro de los compromisos del MOU era reforzar la solvencia de las entidades, alcanzando un nivel de capital de primera calidad del 9%.

Los resultados del análisis bottom-up se publicaron el 28 de septiembre de 2012 y confirmaron que el sistema bancario español era mayoritariamente solvente y viable incluso en escenarios adversos.

Mediante el Real Decreto 1559/2012 del 15 de noviembre se estableció el régimen jurídico de la sociedad de gestión de activos (Sareb). Esta se creó como sociedad anónima participada en un 55% por entidades de crédito españolas (las más destacadas Caixabank, Santander, Banco Sabadell y Banco Popular) y en un 45% por el FROB.

El único objetivo de la Sareb es adquirir, gestionar y desinvertir los activos problemáticos que le transfieran las entidades de crédito que recibiesen apoyos públicos. Los activos que se transfirieron fueron en su mayoría los relacionados con el sector inmobiliario, pero antes de realizar la transmisión de los activos las entidades debían realizar ajustes en su

---

<sup>9</sup> BBVA, Santander, Sabadell, Caixabank, Banca Cívica, Kutxabank y CAM

<sup>10</sup> Bankia-BFA, NCG Banco, Catalunya Banc y Banco de Valencia

<sup>11</sup> Banco Mare Nostrum, Banco Ceiss y Liberbank

valoración sobre los mismos (nunca inferior a los dictados del Banco de España y los reglamentos de saneamiento del sector inmobiliario). Se transfirió un volumen de activos por valor 50.782 millones de euros con un recorte en el valor de media del 53%. Como contrapartida la Sareb emite bonos sénior avalados por el Estado, estos bonos podían descontarse en el BCE para obtener liquidez (Banco de España, 2017).

Por último, tras el compromiso del gobierno español de corregir el déficit público antes de 2014 y establecer reformas estructurales, el primer tramo de ayuda del MOU se concedió el 12 de Diciembre de 2012 por un importe de 39.468 millones de euros por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)<sup>12</sup>, (no alcanzando el límite marcado por el MOU de 100.000 millones de euros) que se canalizaban desde el FROB hacia las entidades afectadas. El segundo tramo se concedió el 5 de Febrero de 2013 por un importe de 1.865 millones de euros. (Calvo Bernardino y Martín de Vidales Carrasco, 2014)

Por último mediante la Ley 26/2013, del 27 de diciembre, se cambió el régimen jurídico de las cajas de ahorros, buscando una profesionalización y bancarización de las mismas, ahondando en las reformas anteriormente establecidas.

En resumen, durante 2012, se produjo un recrudecimiento de la crisis de deuda soberana, siendo el foco de atención, la economía española. Durante este año, destacó la petición de rescate europeo para la banca española, que se dirigió a recapitalizar a las entidades financieras españolas con dificultades, además de crear una sociedad gestora de activos, para sacar del balance de las entidades los activos “tóxicos” relacionados con las actividades de construcción e inmobiliarias, que lastraban su actividad. También estableció una serie de normativas para la mejora de la solvencia de las entidades y la profundización en los procesos de integración de las cajas de ahorros.

---

<sup>12</sup> MEDE: Mecanismo Europeo de estabilidad, creado por la Comisión Europea en 2012, para sustituir a la Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y al Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), con el objetivo de prestar ayuda financiera bajo condiciones estrictas a las economías con necesidades de financiación.



Tabla 3.2 Síntesis de las medidas de reestructuración del sector bancario español (2010-2013)

<b>9 Julio 2010</b>	Real Decreto Ley 11/2010: Para la reforma del sector de las cajas de ahorros y eliminar las debilidades estructurales. (gobernanza, acceso a los mercados de capitales y la obtención de recursos de máxima calidad).
<b>30 Noviembre 2010</b>	Circular del Banco de España 5/2011: Para mejorar la transparencia de las entidades españolas mediante la publicación de información sobre su exposición al sector inmobiliario.
<b>18 Febrero 2011</b>	Real Decreto Ley 2/2011: Para reforzar la solvencia de las entidades, mediante mayores exigencias de capital principal y el apoyo FROB mediante la adquisición de acciones ordinarias para acelerar los procesos de reestructuración
<b>3 Junio 2011</b>	Real Decreto 771/2011: Para supervisar las políticas de remuneraciones de las entidades de crédito y exigir sistemas para el control de riesgos.
<b>14 Octubre 2011</b>	Real Decreto Ley 16/2011: Unión de los tres Fondos de Garantías de Depósitos en uno solo (FGDEC) y ampliación de su ámbito de actuación para reforzar la solvencia de las entidades.
<b>3 Febrero 2012</b>	Real Decreto Ley 2/2012: Se exigieron coberturas adicionales para cubrir pérdidas de la cartera de activos problemáticos relacionados el sector inmobiliario y nuevas exigencias de capital principal adicionales.
<b>11 Mayo 2012</b>	Real Decreto Ley 18/2012: Se exigieron niveles de provisiones adicionales para cubrir las inversiones relacionadas con el sector inmobiliario y se modificó la normativa del FROB para prestar apoyo financiero a las entidades con recursos propios deficitarios.
<b>21 Junio 2012</b>	Se publicaron los resultados de las pruebas de resistencia (top-down) de las entidades de crédito españolas. Los resultados señalaron que los problemas se centran en las entidades

	participadas por el FROB o que habían solicitado grandes cantidades de ayudas públicas.
<b>25 Junio 2012</b>	Solicitud de asistencia financiera a las autoridades europeas, ante los resultados de las pruebas de resistencia.
<b>29 Junio 2012</b>	Aprobación del rescate por parte del Eurogrupo.
<b>20 Julio 2012</b>	EL Consejo Europeo ratificó el MOU, que exigía una serie de medidas sobre el sector financiero español: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Determinar las necesidades de capital de cada entidad de crédito, mediante un análisis (bottom-up) sobre la calidad de los activos y pruebas de resistencia.</li> <li>- Establecer estrategias de recapitalización, reestructuración o resolución de entidades vulnerables</li> <li>- Segregación de activos dañados de las entidades que recibieron ayudas públicas a una entidad externa de gestión de activos</li> </ul>
<b>14 Noviembre 2012</b>	Ley 9/2012: Establece un marco de actuación del FROB para la reestructuración y resolución de entidades.
<b>15 Noviembre 2012</b>	Real Decreto Ley 1559/2012: Estableció el régimen jurídico de la sociedad de gestión de activos (Sareb).
<b>28 Noviembre 2012</b>	Constitución de la Sareb, con el objetivo adquirir, gestionar y desinvertir los activos problemáticos de las entidades de crédito que recibiesen apoyos públicos
<b>12 Diciembre 2012</b>	Desembolso del primer tramo del rescate, por un importe de 39.468 millones de euros a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).
<b>5 Febrero 2013</b>	Desembolso del segundo tramo del rescate, por un importe de 1.865 millones de euros.

*Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el Banco de España y por Calvo Bernardino y Martín de Vidales Carrasco (2014)*

#### **4. ESTALLIDO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN GRECIA Y CONTAGIO AL RESTO DE ECONOMÍAS PERIFÉRICAS (2010-2012)**

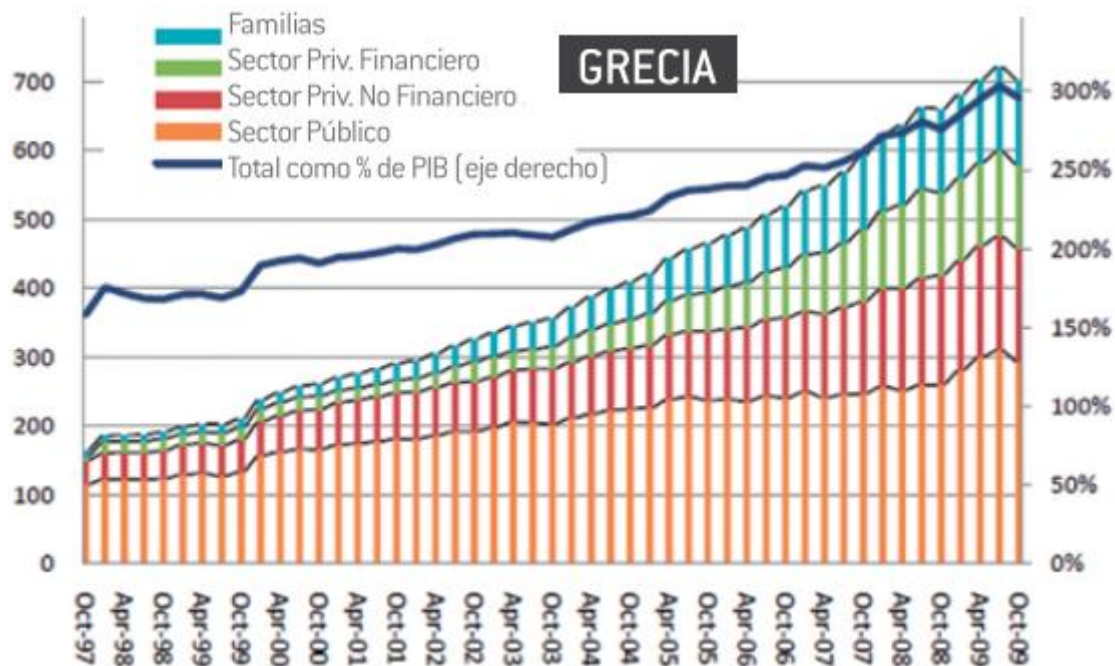
El primer episodio de crisis de la deuda soberana se dio a finales del año 2009 en la economía griega.

La economía griega, al igual que la economía española siguió un patrón de crecimiento, los años previos a la crisis, basado en un gran aumento de la demanda interna, financiado por un gran endeudamiento de su sector privado con los mercados exteriores. Pero a diferencia de la economía española, en Grecia no hubo una burbuja inmobiliaria, sino que, este vino dado por un fuerte incremento del consumo, provocando que el ahorro como porcentaje del PIB se tornara negativo a partir de 2004 (Lapavitsas et al., 2010). Como se ve en el gráfico 4.1, la deuda privada de la economía griega aumentó desde su integración en la Eurozona hasta 2007.

A diferencia de la economía española, la deuda pública griega fue aumentando desde su integración en el euro, hasta alcanzar el 103.1% del PIB en el año 2007 (gráfico 4.1 y tabla 2 del Anexo). En 2009 alcanzó el 115% del PIB, aumentando en gran medida tras el impacto de la crisis en su economía. Esta fuerte expansión del gasto se dio gracias a la financiación externa, proveniente en su mayoría de los países del núcleo (Lapavitsas et al., 2010).

Con la entrada del nuevo gobierno griego a finales de 2009, se reconoció que las cuentas públicas habían sido manipuladas por el gobierno anterior, y el déficit fiscal verdadero era cercano al doble del que se había publicado. En esta situación se generó una gran desconfianza ante la situación de las cuentas públicas griegas en los mercados financieros (Climent, 2015).

Gráfico 4.1 Composición de la deuda de la economía griega (como porcentaje del PIB) (1997-2009)

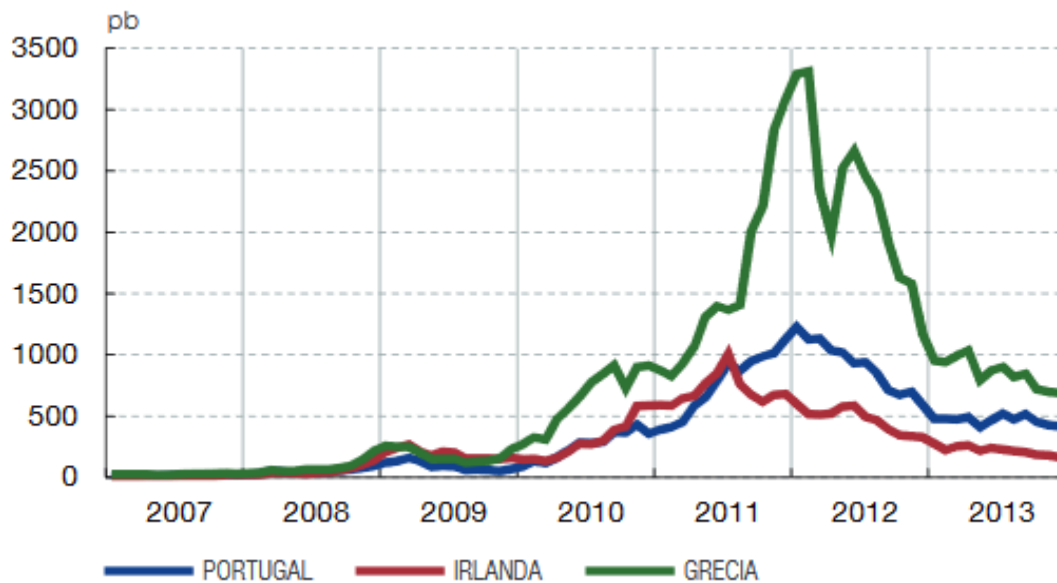


Fuente: Bertuccio, Quiroga, y Telechea (2014)

El aumento de la preocupación por la crisis fiscal de la economía griega se vio agravado por la rebaja en la valoración crediticia llevada a cabo sobre la calificación de su deuda, por parte de las agencias de calificación (Standard & Poors, Fitch y Moody's). Este clima de desconfianza se extendió sobre las deudas soberanas del resto de las economías periféricas, pues en estos momentos también experimentaban fuertes desequilibrios fiscales (Anexo: tablas 3 y 4). Las primas de riesgo<sup>13</sup> de los países periféricos comenzaron a incrementarse a partir de ese momento. Estos problemas sobre los incrementos de las primas de riesgo, afectaron a la financiación de los sectores públicos, al elevar la rentabilidad exigida a los bonos soberanos, pero también afectaron al acceso a la financiación mayorista de la banca de las economías bajo tensiones, causando fuertes problemas de liquidez y poniendo en riesgo la estabilidad del sistema financiero del conjunto de la Eurozona (Banco de España, 2017).

<sup>13</sup> Primas de Riesgo: diferencia entre el interés que se le pide a los bonos a 10 años a las economías de la zona euro frente al interés que se le pide al bono alemán a 10 años, por considerar este último como un valor seguro.

Gráfico 4.2 Diferenciales soberanos de Grecia, Irlanda y Portugal a 10 años con la economía Alemana (2007-2013)

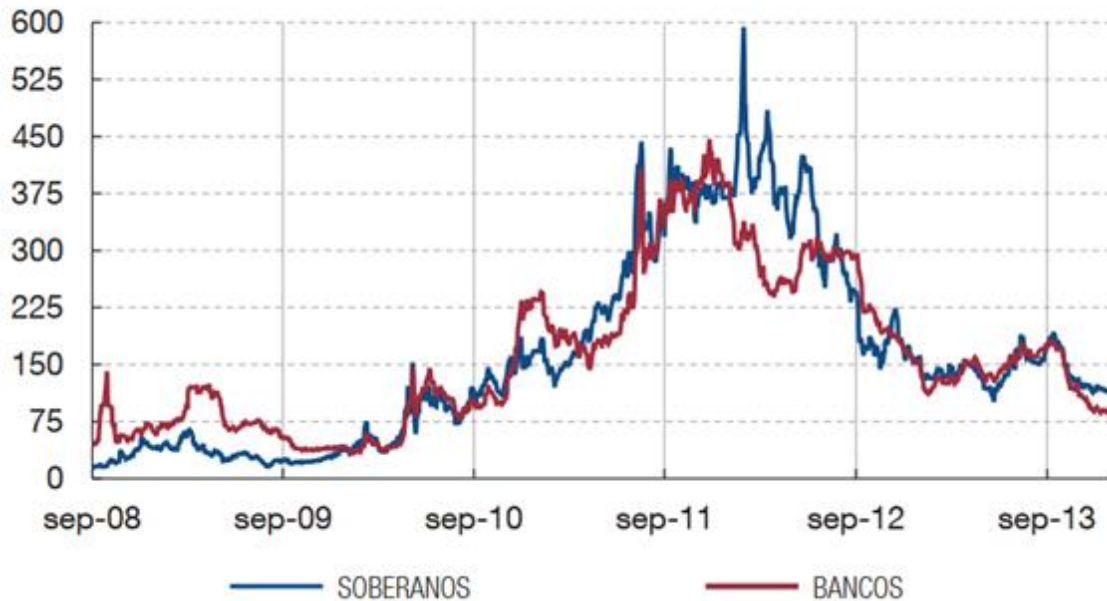


Fuente: Banco de España (2017)

Esta nueva fase de la crisis iniciada a principios de 2010, provocó que la transferencia del riesgo cambiara respecto al año anterior. En 2009 los continuos rescates de los sectores públicos a sus sistemas financieros nacionales provocaron una transferencia del riesgo del sector privado hacia el sector público. Sin embargo, en el año 2010 se produjo el efecto contrario, y es que los abultados déficits y volúmenes de deuda pública de las economías periféricas, provocaron tensiones en los mercados financieros que se trasladaron a los bancos, pues la caída de los precios de los bonos públicos y la posesión de buena parte de estos por los sectores bancarios, expuso a estos a pérdidas potenciales, poniendo además en cuestión la capitalización y las garantías que los estados habían procurado hacia los sectores bancarios nacionales, cerrándose así, la financiación de los mercados financieros a los sectores bancarios. Esto unido a los efectos que tiene sobre el crecimiento la reducción de préstamos por parte del sector bancario hacia la economía, produjo una interacción de los riesgos soberano y bancario, que se retroalimentaban entre sí (Millaruelo y Del Río, 2013a, 2014).

Gráfico 4.3 Primas de riesgo crediticio soberano y bancario (Eurozona)

## DISPERSIÓN EN CDS A CINCO AÑOS UEM



Fuente: Millaruelo y Del Río (2014)

El 10 de mayo de 2010, el BCE anunció la adopción del Securities Markets Programme (SMP) con ocasión de la fuerte subida de las primas de riesgo. Fue un programa de compra de bonos de deuda soberana en los mercados secundarios de forma temporal y limitada. El BCE esterilizó estas compras con el objetivo de reabsorber la liquidez inyectada al sistema, para evitar cambios en la orientación de la política monetaria y así evitar riesgos de inflación. El objetivo de este programa era reducir las primas de riesgo, pero si se observa el gráfico 4.2, se puede observar como esta medida tuvo un impacto prácticamente nulo.

En mayo de 2010, se aprobó el rescate a Grecia, mediante préstamos bilaterales de los Estados miembros de la zona euro (después de que la prima de riesgo de esta se situara por encima de los 500 puntos básicos (gráfico 4.2) y el tipo de interés sobre los bonos soberanos superara el 7% (Climent, 2015)). La ayuda se concedió bajo la condicionalidad de aplicar un fuerte ajuste económico de consolidación presupuestaria.

Tras esta situación, las tensiones se fueron contagiando al resto de economías con fuertes desequilibrios fiscales y macroeconómicos, recibiendo estas a su vez rebajas en su calificación crediticia sobre sus bonos soberanos por parte de las agencias de calificación.

En este escenario, se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) con el fin de proporcionar ayuda financiera en casos similares, hasta 2013 (después ambas fueron sustituidas por el MEDE). La creación de la FEEF junto a las pruebas de resistencia realizadas en la segunda mitad de 2010 al conjunto de la banca europea hizo que se relajaran las tensiones en los mercados financieros por un tiempo. Pero la situación de los bancos irlandeses provocó a finales de 2010 un nuevo tensionamiento en los mercados financieros, de modo que Irlanda tuvo que pedir también ayuda financiera (cercana al 40% de su PIB) en noviembre de 2010 (Banco de España, 2017). Este nuevo capítulo hizo aumentar las tensiones de los mercados a lo largo del año 2011, que afectaba no solo a Grecia e Irlanda, si no que pasó a afectar también a Portugal, Italia y España, ante el miedo a una posible suspensión de pagos de alguno de estos países, y con ello un efecto contagio que pudiera llevar incluso a la ruptura de la unión monetaria, pues gran parte de la deuda acumulada por estos países a lo largo de la época expansiva previa provenía de los países del núcleo.

Durante el 2011 las tensiones se siguieron intensificando en los mercados financieros, y tras el rescate de Irlanda, estas se centraron en Portugal obligándola en mayo de ese mismo año a pedir ayuda financiera (Banco de España, 2017).

El 21 de julio de 2011, el Consejo de Jefes de Estado de la Unión Europea aprobó una resolución entre el gobierno griego y los poseedores privados de bonos por el cual se aprobaba una reestructuración de la deuda griega, de manera que los tenedores de bonos griegos soportaran ciertos costes. Esta medida dio a los inversores privados la idea de que el riesgo de poseer bonos de algunos países había aumentado. En el gráfico 4.2, se puede ver como a finales de 2011 y principios de 2012 fueron los años en que mayores tensiones sufrieron estos países. Las tensiones en estos países, se trasladaron también a las economías española e italiana, aunque el peor capítulo de la crisis soberana de la economía española se dio a lo largo del año 2012 (gráfico 4.4). Las tensiones de los mercados de deuda, no solo elevaron las primas de riesgo y el interés de los bonos de deuda soberana, sino que también afectaron a la financiación de los sistemas bancarios de los países bajo tensiones, de manera que se dificultó el acceso al crédito tanto para el sector público como para la banca privada (gráfico 4.3).

Para hacer frente a los ataques especulativos el BCE retomó el programa de compra de bonos SMT en agosto de 2011, que había finalizado a finales de 2010, aunque esto no hizo cesar la escalada de las primas de riesgo soberano de las economías periféricas.

Las tensiones en los mercados financieros siguieron sucediéndose a lo largo del año 2012, centradas sobre todo en las economías italiana y española en mayor medida.

España captó la atención de los mercados financieros en 2012, tras incumplir el objetivo de déficit público en el que se había comprometido con las instituciones europeas para el año 2011. Este era del 6%, pero la realidad fue que se situó en el 9,6% del PIB, alcanzando la deuda pública el 69,5% del PIB (Anexo: tablas 3 y 4). Además la caída del PIB y la vuelta a la recesión durante ese año, tras una leve recuperación entre 2009 y 2010, unido a las dificultades del sector bancario, sembró las dudas en los mercados financieros elevándose la prima de riesgo de los bonos soberanos y por tanto el interés exigido a los mismos (Anexo: gráfico 3).

Durante 2012 se llevaron a cabo importantes medidas para la reestructuración de la banca española (buscando una mayor profesionalización de las cajas de ahorros, y una mejora de la solvencia y la transparencia de las entidades) y medidas de consolidación fiscal. Pero a pesar de estas medidas, la situación empeoró cuando en mayo de 2012 el grupo BFA-Bankia solicitó ayuda financiera al Estado, lo que generó mayor incertidumbre ante las necesidades reales de capital de la banca española. Por ello, el gobierno encargó un análisis Nexterno sobre las necesidades de capital del sector bancario, y ante el resultado, el 25 de junio de 2012 el gobierno solicitó la asistencia financiera a las autoridades europeas (Calvo Bernardino y Martín de Vidales Carrasco, 2014). Pero, a pesar de la aprobación del rescate financiero a favor de la economía española, las tensiones siguieron en aumento durante el verano de 2012 alcanzando la prima de riesgo de los bonos españoles su máximo el 24 de julio de 2012, alcanzando los 638 puntos básicos (Banco de España, 2017).



Gráfico 4.4 Diferenciales soberanos de la economía española a 10 años con la economía alemana (2000-2018)



Fuente: Datos Macro

El 26 de julio el presidente del BCE, Mario Draghi afirmó de manera contundente ante los medios que haría todo lo que fuera necesario para salvar el euro. De esta manera y sin anunciar medidas concretas, con una simple declaración de intenciones, las especulaciones en contra de los bonos soberanos se fueron reduciendo y así las primas de riesgo de los países afectados (gráficos 4.2 y 4.4).

Finalmente, el 6 de septiembre de 2012, el BCE decidió cambiar el programa de compras de bonos de deuda pública (SMP) por otro nuevo, denominado Outright Monetary Transactions (OMT), que funcionaba al igual que el SMP, mediante compras en los mercados secundarios, pero este lo haría de manera ilimitada.

En la segunda mitad de 2012 se dio por finalizado el periodo de crisis de deuda soberana. Las tensiones se fueron reduciendo paulatinamente, (a pesar de que los niveles de deuda pública de algunos de los países que sufrieron estas tensiones continuaron aumentando (Anexo: tabla 4)), y las presiones en los mercados de deuda, ante posibles impagos, no se volvieron a dar.

## 5. LA RESPUESTA DE LAS AUTORIDADES ANTE LA CRISIS

### 5.1. LA VISIÓN OFICIAL SOBRE LAS CAUSAS DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EUROPEA

Las explicaciones de la crisis financiera por parte de los principales dirigentes internacionales, se centraron en la excesiva desreglamentación de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, a partir de 2010, tras el estallido de la crisis de deuda soberana en la economía griega y la aparición de altos volúmenes de deuda pública en el resto de países periféricos (Anexo: tabla 4), hizo que las explicaciones de la crisis cambiaran. Como la crisis de deuda soberana en sí, no era más que una crisis de confianza, se achacó esta, a la indisciplina de la política fiscal de los países periféricos durante la época expansiva previa a la crisis financiera, pues las decisiones sobre política fiscal se llevaban a nivel nacional (Bertuccio et al., 2014).

A partir del Consejo Europeo de mayo de 2010 la política económica en la Eurozona, dio un fuerte giro. La política a implantar a partir de entonces, sería la alemana. Según esta visión, Alemania habría mantenido sus cuentas públicas equilibradas en los años previos a la crisis por el uso de políticas fiscal austeras, por lo que le pudo actuar sin poner en riesgo sus finanzas públicas y así mantener su credibilidad con los mercados financieros internacionales.

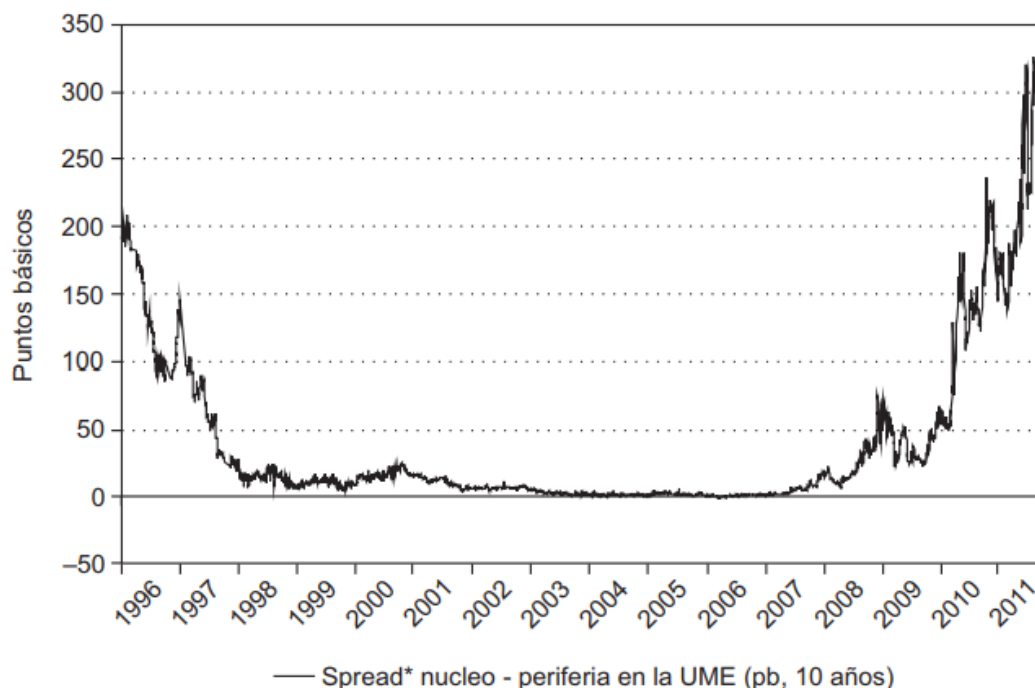
Ante esta lectura de la crisis, el principal problema sería el elevado nivel de deuda pública, y la forma de resolverlo consistiría en aplicar una consolidación fiscal que consiguiera recuperar la confianza de los mercados. Pero para que la política de consolidación del gasto consiga reducir la ratio deuda pública/PIB, la reducción del gasto debería provocar una reducción del volumen de deuda mayor que la reducción que provoque sobre del PIB. Para ello la visión oficial (tanto el FMI como la Comisión Europea) asumió que el multiplicador fiscal era menor de 1 y en algunas ocasiones cercano a cero, es decir, que una reducción del gasto público provocaría una reducción mayor sobre la deuda que sobre el PIB (Bertuccio et al., 2014).

Sin embargo, las políticas de austeridad generaron la respuesta contraria a la esperada por los mercados, pues no consiguieron el efecto buscado, más bien el contrario, el efecto de estas políticas fue muy recesivo lo que hizo aumentar los déficits y las deudas públicas de estas economías. Por esta razón se entiende que el multiplicador fiscal fue subestimado por las autoridades. Estos ajustes tuvieron un doble efecto negativo sobre la deuda, mediante la contracción del PIB, y también mediante la reducción de los ingresos fiscales, ambos provocaron un aumento del ratio deuda/PIB, generando mayores tensiones en los mercados financieros.

Pero ante este enfoque oficial, se puede observar, como la economía española, antes de la llegada de la crisis financiera, tenía una de las deudas públicas más bajas de la Eurozona (Anexo: tablas 2 y 4), y a diferencia de otros países, poseía un superávit fiscal previo a que se materializara la crisis financiera (Anexo: tablas 1 y 2).

Gráfico 5.1: Mediana del diferencial de deuda a diez años entre países del núcleo y periféricos, ambos frente a la deuda alemana

Gráfico 5.1 Mediana del diferencial de deuda a 10 años entre países del núcleo y periféricos, ambos frente a la deuda alemana



Fuente: Amor Alameda (2011)

Bertuccio et al., (2014) , Lapavitsas et al., (2010) y Álvarez Peralta, Luengo Escalonilla, y Uxó González (2013) ven como causas de la crisis soberana los desequilibrios macroeconómicos que se dieron en las economías periféricas desde su integración en el euro y el impacto de la crisis financiera. La política monetaria única habría sobrecalentado estas economías provocando un incremento del endeudamiento privado, financiado por los mercados internacionales, ante las bajas primas de riesgo que se experimentaron en las economías de la Eurozona, desde 1999 hasta 2007 (gráfico 5.1). Tras el impacto de la crisis financiera, actuaron los estabilizadores automáticos y los gobiernos decidieron rescatar a las entidades de crédito, y apoyar la demanda agregada a través de políticas fiscales expansivas. Todo ello, hizo que los déficits y la deuda pública crecieran demasiado entre 2007 y 2009. Por tanto desde esta visión, las causas de la crisis soberana

estarían relacionadas con los desequilibrios macroeconómicos acumulados por las economías periféricas entre 1999 y 2007, y por el impacto de la crisis financiera.

## **5.2. MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE ANTE LA CRISIS**

En el marco de la política monetaria, las decisiones se adoptan en el Consejo de Gobierno del BCE, y son los bancos centrales nacionales los que la llevan a cabo.

El objetivo principal de la política monetaria del BCE es la estabilidad de precios. Para lograrlo, utiliza una serie de instrumentos que tratan de controlar los tipos de interés y la cantidad de dinero, mediante el uso de medidas convencionales. Pero tras el estallido de la crisis financiera, para conseguir que la política monetaria aplicada se trasladara correctamente a la economía, el BCE se vio forzado a aplicar una serie de medidas no convencionales para recobrar la estabilidad del sistema.

En los siguientes apartados hablaré de las medidas de política monetaria aplicadas durante la crisis, según sean medidas convencionales o no convencionales, y al final haré una breve síntesis de las mismas y de sus principales efectos en la economía.

### **5.2.1. Medidas convencionales**

Como he dicho, el objetivo principal del BCE es lograr la estabilidad de precios, para ello utiliza una serie de instrumentos denominados “convencionales” que son las medidas que aplicaría en contextos económicos y financieros normales, es decir, cuando la transmisión de la política monetaria no se ve afectada por anomalías en el entorno económico. Estas medidas son<sup>14</sup>:

1. Operaciones de mercado abierto: desempeñan un papel importante para la formación de los tipos de interés y para la gestión de la liquidez en el mercado. A través de ellas se inyecta liquidez en las entidades de crédito a cambio de activos financieros que actúen como garantía. Las operaciones de mercado abierto más importantes son las operaciones principales de financiación, pues son las que más liquidez proporcionan al sistema y de ellas resulta el tipo de interés oficial.

---

<sup>14</sup> Este apartado se ha realizado mediante la información extraída de los sucesivos informes anuales publicados por el Banco Central Europeo (2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015a, 2016b, 2017a, 2018)

2. Facilidades permanentes: aportan y absorben liquidez y controlan los tipos de interés de mercado a un día. Se gestiona por parte de los bancos centrales nacionales mediante la utilización de dos instrumentos:
  - a. La facilidad marginal de crédito, permite obtener liquidez a un día a las entidades de crédito, por parte de los bancos centrales nacionales a cambio de activos de garantía. Estas no tienen límites de crédito ni otras restricciones para obtener liquidez, salvo aportar los activos de garantía suficientes.
  - b. La facilidad de depósito, permite hacer depósitos en los bancos centrales nacionales a un día, sin límites de depósito ni otras restricciones.
3. Mantenimiento de unas reservas mínimas, para estabilizar el tipo de interés del mercado monetario. Estas reservas se remuneran al tipo oficial resultante de las operaciones principales de financiación.

Cuando se inició la crisis financiera, el BCE no relajó la política monetaria, sino que elevó los tipos de interés en 25 puntos básicos (pb) en julio de 2008. En esos momentos el IAPC<sup>15</sup> se mantuvo por encima del 2% durante el primer semestre de 2008, pasando del 3,2% en enero al 4% durante los meses de junio y julio, lo que llevó al BCE a aumentar los tipos de interés (hasta el 4,25%) para rebajar las tensiones inflacionistas y conseguir acercar el índice de precios hacia el objetivo del 2%. Las tensiones inflacionistas vinieron dadas por el incremento de los precios de la energía y de los alimentos.

Pero tras la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, las turbulencias financieras se intensificaron, provocando distorsiones en los mercados monetarios, y escasez de liquidez. En este escenario se produjo una reducción de las presiones inflacionistas por la caída del precio del petróleo, que situó el IAPC a finales de año en el 1,6%, por debajo del objetivo de inflación del 2% marcado por el BCE.

Mediante una acción coordinada con otros bancos centrales<sup>16</sup>, el 8 de octubre, el BCE llevó a cabo una bajada de los tipos de interés de 50pb pasando de 4,25% al 3,75%, tras esta vinieron otras dos reducciones más durante 2008 situando el tipo de interés en el 2,5% a finales de 2008.

---

<sup>15</sup> IAPC: Índice Armonizado de Precios al Consumo

<sup>16</sup> (Banco de Canadá, Banco de Inglaterra, Reserva Federal, Sveriges Risksbank y el Banco Nacional Suizo)

Entre enero y mayo de 2009 el BCE volvió a reducir los tipos de interés oficiales en otros 150pb alcanzando así el 1%. Los tipos permanecieron en estos niveles hasta el verano del 2011, año en el que ante nuevas presiones inflacionistas (por el incremento del precio de las materias primas), el BCE elevó los tipos de interés en 50pb en dos subidas en abril y julio, situándolo en el 1,5%. Pero a finales de 2011 las presiones en los mercados de deuda soberana fueron ejerciendo mayor presión y estas tuvieron un efecto moderador sobre las actividad económica, así el BCE decidió nuevamente bajar el tipo de interés en noviembre y diciembre, situándolo nuevamente en el 1% a finales de 2011.

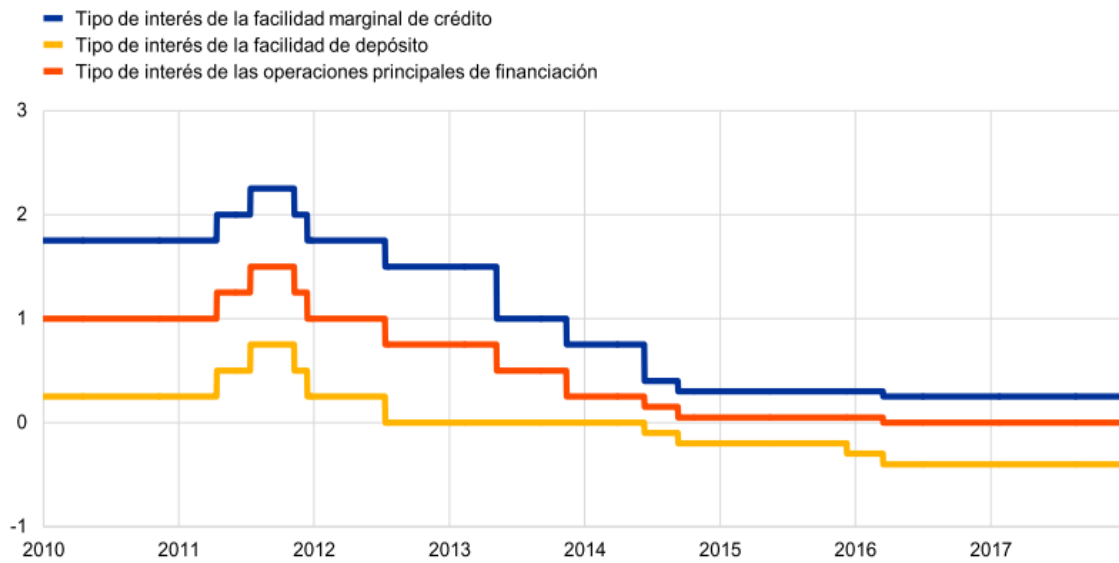
Los problemas y tensiones se fueron agravando en los mercados financieros, provocando problemas de financiación a las entidades de crédito, quedándose así sin acceso al mercado interbancario, ni a otros mercados financieros.

La frágil situación en la que se encontraban las economías del euro a principios de 2012, unido a una caída de la inflación hizo que el BCE redujera en 25pb el tipo de interés, alcanzando el 0,75%.

En 2013 la situación había cambiado, pues las tensiones en los mercados se fueron reduciendo a lo largo de la segunda mitad de 2012, pero las políticas de consolidación fiscal aplicadas en la Eurozona, lastraban el crecimiento económico, y el IAPC promedio fue del 1,4% en 2013, por debajo del objetivo de inflación, pasando del 2,2% en diciembre de 2012 al 0,8% en diciembre de 2013, (este acusado descenso, se dio por la caída del precio de los alimentos y de la energía principalmente). Así el BCE decidió hacer dos nuevos recortes en los tipos de interés, en mayo y noviembre de 2013, ambos de 25pb, de este modo los tipos de interés se situaron para finales de año en el 0,25%.

Gráfico 5.2 Tipos de interés oficiales del BCE (2010-2017)

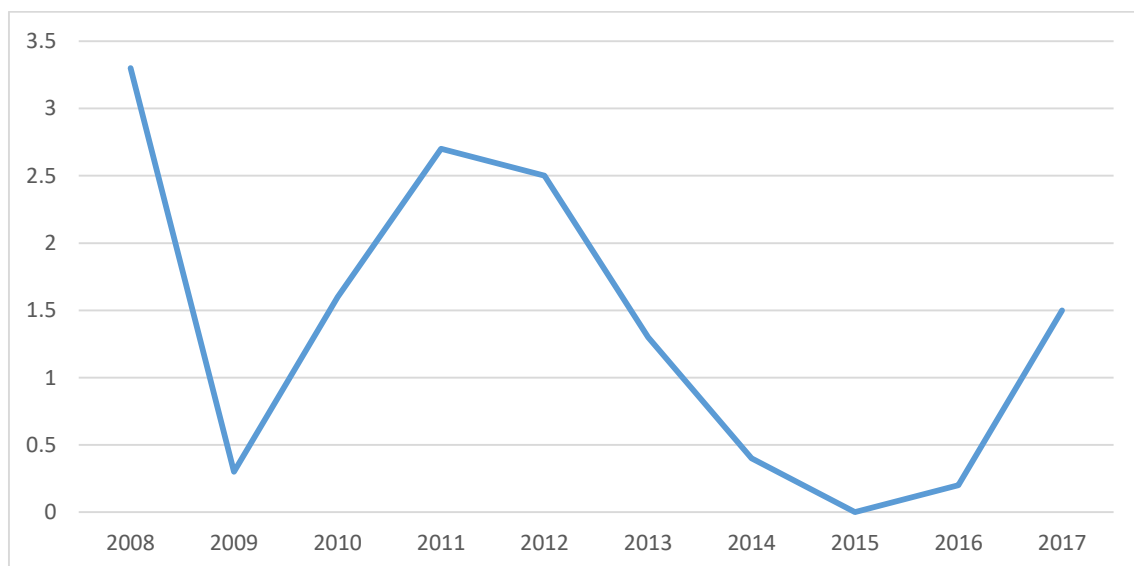
(porcentajes)



Fuente: Banco Central Europeo (2018)

En 2014, el BCE ejecutó su política monetaria en un entorno aún complejo, pues la recuperación era débil. Esto junto al descenso gradual de la inflación, con una tasa media del 0,4% y la falta de dinamismo del crédito hizo que el BCE tomara la decisión de reducir nuevamente el tipo oficial hasta el 0,05%. Para 2016 la inflación había mejorado, pero aún se encontraba por debajo del objetivo de inflación del 2% (gráfico 5.3), por lo que en 2016 se volvieron a reducir los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 0%.

Gráfico 5.3 Evolución IAPC en la Eurozona (2008-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por Eurostat

Además de las operaciones principales de financiación, el BCE ha usado también las facilidades permanentes (facilidad marginal de crédito y de depósito) a lo largo del periodo de crisis. Estos tipos han evolucionado de manera más o menos paralela a los tipos de interés de las operaciones principales de financiación. Durante los primeros años estos aumentaron y disminuyeron en línea con el tipo de interés de las operaciones principales de financiación. En 2014 por primera vez se estableció la facilidad de depósito en el  $-0.1\%$ , pasando a situarse en 2016 en su valor más bajo (en el  $-0,4\%$ ). Con esta medida lo que se pretende es favorecer el crédito hacia los sectores privados, para que no se tenga retenido en los bancos centrales nacionales, de manera que con tipos negativos los bancos deberán pagar por tener su dinero retenido en los bancos centrales.

En 2012, también se redujo el coeficiente de reservas obligatorias de las entidades de crédito del  $2\%$  al  $1\%$ , con el objetivo de que las entidades aumentaran sus préstamos hacia la economía real y dejaran de retenerlo en sus cuentas.

### **5.2.2. Medidas no convencionales durante la crisis (2009-2012)**

Desde el comienzo de la crisis financiera, el BCE introdujo medidas no convencionales para apoyar sus decisiones sobre los tipos de interés oficiales.

El inicio de la crisis financiera, dio lugar a una fuerte desconfianza sobre el funcionamiento de los mercados financieros. Esto llevó a un incremento de la demanda de liquidez por parte de las entidades de crédito. El BCE cubrió el crecimiento de la demanda de liquidez otorgando mayor cantidad de fondos y aumentando el plazo medio de sus préstamos a través de operaciones a plazo más largo (LTRO, por sus siglas en inglés) adicionales. Se trata de préstamos a largo plazo (con vencimiento a 3 y 6 meses) bajo condiciones atractivas, por parte del BCE hacia las entidades de crédito, con el objetivo de proveerlas de liquidez, ante dificultades para financiarse en los mercados.

Estas operaciones adicionales no supusieron un incremento del balance del BCE, pues en el escenario que se vivía de incertidumbre y desconfianza, las entidades se negaban a prestar y la liquidez adquirida mediante estas operaciones se depositaba en el BCE por medio de la facilidad de depósito. Posteriormente, en 2009 se amplió el vencimiento de estas operaciones, hasta los 12 meses (Millaruelo y Del Río, 2013b).

En septiembre de 2008, las tensiones en los mercados se incrementaron y los mercados interbancarios se cerraron y las entidades se fueron quedando sin liquidez. Con el objetivo



de satisfacer las necesidades de financiación de las entidades de crédito y evitar una crisis de liquidez, el BCE tomo la decisión de sustituir el sistema tradicional de subastas de las operaciones principales de financiación mediante tipo de interés variable, por otro de tipo fijo y adjudicación plena. De esta manera las entidades podían obtener toda la financiación necesaria a unos tipos fijos, siempre que dispusieran de los activos de garantía necesarios para cubrir las solicitudes de financiación.

La crisis de liquidez tras el cierre del mercado interbancario, se dio también en diferentes divisas, lo que llevó al BCE a establecer unas líneas de financiación mediante swaps de divisas. En concreto la crisis subprime llevó a una escasez de dólares en los mercados europeos, de modo que el BCE acordó con la Reserva Federal (FED) en octubre de 2008 una línea swap, de carácter temporal, para cubrir la demanda de liquidez en dólares por las entidades europeas. A finales de año se estableció otra línea swap, también de carácter temporal con el Banco Nacional Suizo (Millaruelo y Del Río, 2013b)

A su vez la creciente demanda de liquidez y las fuertes tensiones financieras hicieron que aumentara la demanda de activos de alta calidad, dificultando el acceso a la financiación a las entidades, por lo que ante esta situación el BCE decidió ampliar la gama de activos de garantía que aceptaba, flexibilizando las condiciones de aceptación de estos activos, para proporcionar liquidez mediante sus operaciones de financiación. De manera que, no poseer este tipo de activos de alta calidad, dejara de ser una restricción para la financiación de las entidades (Millaruelo y Del Río, 2013b).

En mayo de 2009 el BCE introdujo el programa Covered Bond Purchase Program (CBPP) para adquirir bonos bancarios garantizados por activos de alta calidad. El objetivo iba en la línea de los anteriores, pues con él se buscaba mejorar la liquidez de las entidades, ya que la emisión de bonos era una de las principales formas de financiación de las entidades.

Con estas medidas se mejoraron las condiciones de liquidez de las entidades de crédito y se redujeron las tensiones en los mercados financieros contribuyendo así a mejorar la transmisión de la política monetaria hacia la economía real. Ante la mejora de la situación, se fueron retirando algunas de las medidas no convencionales aplicadas a finales de 2009 (Banco Central Europeo, 2010)

Pero a principios de 2010, la situación cambió. Los fuertes desequilibrios de las cuentas públicas griegas dieron comienzo a la crisis de deuda soberana que produjo un incremento

en las primas de riesgo, dificultando su financiación en los mercados internacionales, lo que obligó a Grecia a solicitar asistencia financiera a las autoridades europeas.

Ante el estallido de la crisis soberana el BCE introdujo el programa Securities Markets Programme (SMP) por el cual se comprarían valores de deuda pública griega en los mercados secundarios de manera temporal y de forma limitada. El objetivo de este programa era impedir que las tensiones se trasladaran a otras economías de la zona euro. Estas compras de deuda soberana se esterilizaron mediante operaciones de absorción de liquidez, para evitar aumentar la base monetaria. Este programa se utilizó en un primer momento para adquirir deuda soberana griega, aunque posteriormente se volvió a utilizar, tras las tensiones sufridas sobre las economías irlandesa y portuguesa, tras solicitar el rescate a las autoridades europeas (Millaruelo y Del Río, 2013b).

Las nuevas tensiones hicieron que el BCE activara nuevas líneas de swaps con la Reserva Federal, además de otra línea de swaps con el Banco de Inglaterra para satisfacer la potencial demanda de libras esterlinas ante el episodio de la crisis irlandesa (Millaruelo y Del Río, 2013b). Además, en octubre de 2010, el BCE decidió reforzar la provisión de liquidez, mediante un segundo programa de bonos bancarios garantizados (CBPP2, por sus siglas en inglés) igual al anterior (Millaruelo y Del Río, 2013b).

El programa SMT no detuvo la crisis griega, y los desequilibrios de sus finanzas públicas eran cada vez mayores, lo que la llevó a solicitar un nuevo programa de asistencia financiera en el que se incluyó una reestructuración de la deuda soberana a manos de los agentes privados. La idea de que los inversores privados asumieran una parte de esa reestructuración hizo que desde mediados de 2011 aumentara la percepción del riesgo sobre las deudas soberanas, incrementando así las primas de riesgo de los países que presentaban desequilibrios en sus cuentas públicas (afectando a Italia y España) (Banco de España, 2017).

Las tensiones se fueron intensificando y trasladando al resto de economías periféricas (ahora a España e Italia), y dificultando el acceso a la financiación de los mercados por parte de la banca de los países sometidos a tensiones. Estas entidades estaban viendo deteriorar sus balances por la posesión de altos niveles de bonos de deuda soberana y las continuas caídas del precio de los mismos, provocadas por las continuas subidas de las primas de riesgo.

Ante estas nuevas tensiones en los mercados de deuda soberana, el BCE reactivó el programa SMP en julio de 2011 y a la vez volvió a aumentar la provisión de liquidez hacia las entidades bancarias, introduciendo nuevamente operaciones de financiación a 6 meses (LTRO con vencimiento a 6 meses) y anunciando dos nuevas operaciones de financiación a plazo de un 1 año (LTRO con vencimiento a 1 año).

Las dificultades para la financiación de las entidades bancarias continuaba a finales de 2011, por lo que, el BCE decidió anunciar dos operaciones de financiación a plazo fijo con vencimiento a 3 años (LTRO con vencimiento a 3 años) para finales de 2011 y principios de 2012 con el objetivo de facilitar la financiación de las entidades. También volvió a realizar una ampliación de los activos admitidos como garantía.

A pesar de todas estas medidas, la fragmentación de los mercados financieros siguió aumentando, dándose una divergencia cada vez mayor de las condiciones crediticias entre países. Los flujos de capital privado experimentaron fuertes salidas desde los países periféricos, hacia los países del núcleo, principalmente Alemania (Millaruelo y Del Río, 2013b), lo que dificultaba aún más la financiación de las economías periféricas. Así la economía española tuvo que solicitar el rescate, en junio de 2012, para recapitalizar su sector financiero, lo que hizo aumentar aún más las primas de riesgo españolas.

En este momento comenzaron a surgir voces sobre el final del euro. Para evitar que la situación fuera a peor, el 26 de julio de 2012 el presidente del BCE, Mario Draghi dijo que haría todo lo necesario para garantizar la continuidad del euro, anunciando posteriormente (septiembre de 2012) el Outright Monetary Transaction (OMT) que pasaría a sustituir al SMP.

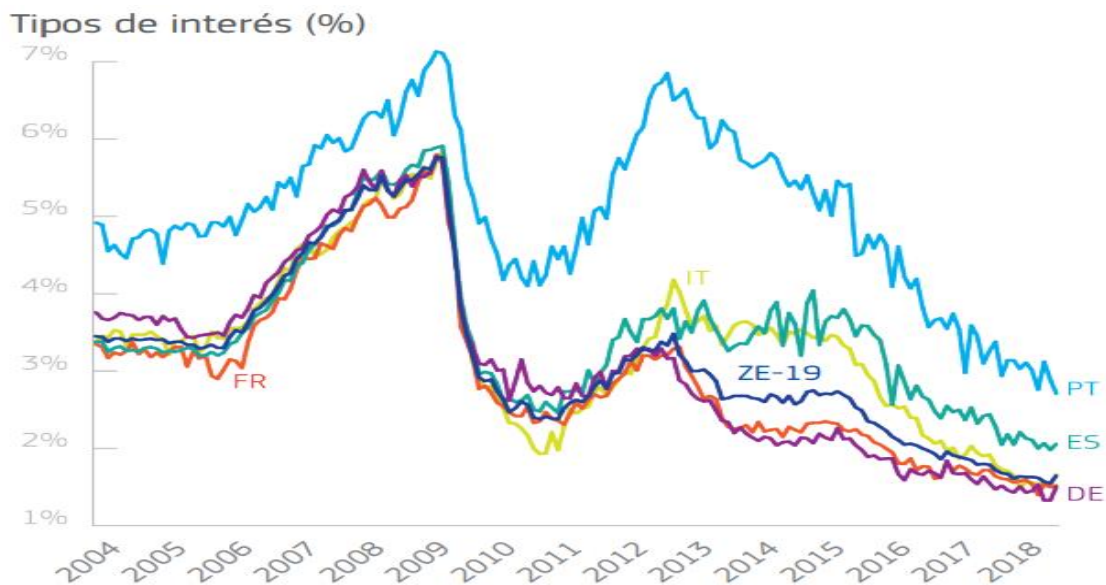
El programa OMT hizo que el BCE adquiriera bonos soberanos de los países bajo tensiones, pero este programa estaba sujeto al obligado cumplimiento y la profundización de las reformas estructurales y de disciplina fiscal (Álvarez Peralta, Luengo Escalonilla, y Uxó González, 2013; Millaruelo y Del Río, 2013b). Además este programa está condicionado a que los Estados que quisieran la aplicación del mismo, hubieran solicitado previamente asistencia financiera a la FEEF o al MEDE. Como en los Tratados de la Unión Europea se prohíbe la financiación de los sectores públicos mediante compras directas por la autoridad monetaria, estas compras se realizaron en los mercados secundarios, pero esta vez de manera ilimitada (Millaruelo y Del Río, 2013b). El BCE podría finalizar el programa si los países incumpliesen las condiciones impuestas. El

simple anuncio de este programa calmó los mercados, reduciéndose sustancialmente los diferenciales de deuda soberana a partir de entonces (gráficos 4.2. y 4.4), y acabando con la crisis de la deuda soberana.

### 5.2.3. Medidas no convencionales tras la crisis de deuda soberana (2013-2017)

Tras el anuncio y la aplicación del programa OMT, las tensiones y las restricciones de financiación tanto de los sectores públicos como de los sectores financieros se fueron reduciendo en la Eurozona. Pero a pesar de ello se siguió observando fragmentación en los mercados financieros, es decir la política monetaria no se había trasladado a la economía de una manera uniforme dándose diferencias en cuanto a las condiciones de crédito en los distintos países de la Eurozona (gráfico 5.4).

Gráfico 5.4 Comparativa de los tipos de interés a empresas en la Eurozona (2004-2018)



Fuente: Comisión Europea (2017)

La política monetaria a partir de 2013 se centró en alcanzar unos niveles de inflación cercanos al objetivo de estabilidad de precios (2%), así como mejorar la transmisión de la política monetaria, para que el crédito fluyera hacia la economía real.

El 4 de julio de 2013 el BCE implementó “La Forward Guidance”. Esta era una nueva política de comunicación. A través de ella, el BCE anunciaría las medidas sobre la futura política monetaria. Con ello se quería reafirmar el compromiso con la política monetaria expansiva, de manera que se afianzaran las expectativas sobre los niveles de los tipos de interés oficiales (los cuales bajaron en este mismo año para las operaciones principales

de financiación al 0,25% y la facilidad de depósito al 0%), de manera que estos iban a mantenerse en los mismos niveles por un largo periodo de tiempo, o incluso reducirse (Banco Central Europeo, 2014). Así la Forward Guidance hizo que los mercados monetarios se hicieran más estables a lo largo del año.

En 2014, los mercados monetarios siguieron presentando una alta fragmentación, el crédito no era igual en todas las economías y seguía siendo débil. Además, el IAPC se encontraba en niveles próximos a la deflación (gráfico 5.3). Por lo que en 2014 se volvieron a reducir los tipos de interés de las operaciones principales de financiación hasta el 0,05% y el de la facilidad de depósito en el -0,20%, lo que incentivó a las entidades financieras a negociar en los mercados interbancarios, para no pagar por tener el dinero retenido. Además de la reducción de los tipos de interés se introdujeron operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), y dos programas de adquisición de activos, un programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés) y otro de adquisición de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés), análogo a los dos anteriores.

Las TLTRO a diferencia de las anteriores operaciones de financiación a largo plazo introducidas por el BCE (LTRO), ofrecen incentivos a las entidades bancarias para la concesión de créditos hacia la economía real. De modo que, las entidades que superaran el valor de referencia de concesión de créditos marcado por el BCE, podrían obtener financiación adicional mediante TLTRO, y en caso de no lograr el objetivo debían de reembolsar anticipadamente los fondos obtenidos. Por tanto, el volumen de financiación que una entidad podía obtener dependía de su política crediticia. Estas operaciones tenían un vencimiento a 4 años, y el tipo de interés venía marcado por las operaciones principales de financiación más un diferencial de 10pb.

El objetivo de estos tres programas junto con la bajada de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación era mejorar la liquidez de las entidades de crédito para que se destinara a la concesión de crédito hacia la economía real, y mejorar las expectativas de inflación para acercarla al objetivo del 2% (Banco Central Europeo, 2015a).

Los programas introducidos provocaron una mejora de las condiciones crediticias (gráfico 5.2) y monetarias, pero persistía el problema de la baja inflación (a finales de 2014 se situaba en el 0,7%), además de crecimiento económico lento y un continuo

incremento de la deuda pública de las economías periféricas (Anexo: tabla 4). Ante esta situación y con la política monetaria limitada por los tipos de interés, que ya estaban muy cercanos al 0% (0,05%), el BCE decidió adoptar una medida que nunca antes había realizado.

El 22 enero de 2015 el BCE anunció un nuevo programa de adquisición de activos (APP, por sus siglas en inglés) en el que se introdujo un programa de compras de valores del sector público (PSPP, por sus siglas en inglés), por una cuantía de 60.000 millones de euros, y con vigencia hasta 2016. Dentro del programa APP se incluyeron los programas de compras de activos ya establecidos desde 2014 (ABSPP Y CBPP3). El programa PSPP, realizaba compras de valores respaldados por activos del sector público y compras de bonos garantizados del sector público. Su principal objetivo era luchar contra la caída de los precios. Además con esta compra de activos se pretendía también rebajar el coste de endeudamiento de los Estados. (Banco Central Europeo, 2016b; Sala Rios y Minguell Chillón, 2016)

Con el programa PSPP, se evitaba que las inyecciones de liquidez del BCE hacia las entidades de crédito, se destinaran a compras de deuda pública (ya que ante la financiación recibida a tipos cercanos al 0%, muchas de ellas destinaban la financiación del BCE a compras de deuda pública, que podían dar mayores rendimientos que si se prestara a familias o empresas) pues mediante las compras de estos activos se lograba una reducción de las rentabilidades de las deudas públicas, y así poder desincentivar la compra de estas por las entidades de crédito para que destinaran esa mayor liquidez en préstamos al sector privado (Sala Rios y Minguell Chillón, 2016).

Además durante 2015 el BCE continuó proporcionando liquidez a las entidades de crédito mediante TLTRO y decidió eliminar el diferencial de 10pb sobre los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de manera que el tipo de interés al que se proporcionaba liquidez mediante estos instrumentos pasó a ser del 0,05%.

A lo largo de 2016, la inflación a pesar de haber aumentado, continuó siendo débil. Por lo tanto, el BCE decidió reducir aún más los tipos de interés (hasta el 0% para las operaciones principales de financiación y hasta el -0,40% para las facilidades de depósito) y ampliar el horizonte del programa de compras de activos (APP), hasta septiembre de 2017. Se aumentó la cantidad mensual de provisión, además de incluir un nuevo programa

de compra de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) dentro del APP, para adquirir bonos de empresas no bancarias tanto en mercados primarios como secundarios. Se introdujeron nuevas provisiones de TLTRO (TLRO-II). A diferencia de las primeras, las TLTRO-II, el tipo de interés máximo a aplicar para las provisiones de liquidez era el de las operaciones principales de financiación (0%), pero con la posibilidad de proporcionar liquidez a tipos de interés de la facilidad de depósito (-0,40%) siempre que los préstamos concedidos hacia la economía real, por la entidad receptora, superaran el nivel de referencia marcado por el BCE. Por lo tanto estas inyecciones de liquidez se dieron bajo condiciones aún más favorables que las primeras TLTRO, con el objetivo de trasladar la mayor liquidez hacia la economía real (Banco Central Europeo, 2017a).

Durante 2017 se continuó con la aplicación del programa APP y de las TLTRO. Estas medidas hicieron que se transmitiera de manera más efectiva la política monetaria a las condiciones crediticias hacia el sector privado. En junio de 2017 en vista de la mayor solidez del crecimiento económico de la zona euro y de la reducción de riesgos de deflación, se suprimió de la Forward Guidance la referencia hacia nuevos recortes de los tipos oficiales, pero se reiteró el compromiso de mantener las medidas de política monetaria, hasta alcanzar el objetivo de inflación del 2%. Además, las mejoras de las perspectivas económicas, permitió al BCE reducir la intensidad del programa (APP), aunque se decidió seguir con las compras hasta septiembre de 2018 o más adelante si fuese necesario (Banco Central Europeo, 2018).

Tabla 5.1 Síntesis de las medidas de política monetaria aplicadas por el BCE (2008-2017)

MEDIDAS CONVENCIONALES	
<b>2008 - 2016</b>	<p><b>Operaciones principales de financiación:</b> Desde el inicio de la crisis financiera, una de las principales medidas llevadas a cabo por el BCE ha sido la reducción de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación. La última reducción se realizó en 2016, alcanzando el tipo de interés del 0%.</p>
<b>2008 -2016</b>	<p><b>Facilidades permanentes:</b> Las facilidades marginales de crédito y las de depósito han ido reduciéndose de manera paralela a los tipos de las operaciones principales de financiación. Destaca el tipo de la facilidad de depósito, que tras la última reducción en 2016, alcanzó el tipo de interés del -0,40%.</p>

2012	<b>Coefficiente de reservas mínimas:</b> Se redujo desde el 2% hasta el 1% en el año 2012, y no se ha vuelto a modificar desde entonces.
<b>MEDIDAS NO CONVENCIONALES</b>	
2008	<b>Aumento de los vencimientos de las operaciones de financiación, mediante operaciones de financiación a largo plazo adicionales (LTRO, por sus siglas en inglés):</b> además de aumentar las provisiones de liquidez a partir de 2008, el BCE fue aumentando los plazos de vencimiento de dichas operaciones. Pasando de 3 meses, a 6 meses, hasta llegar a un año en 2009. Se volvieron a utilizar durante el verano de 2011, ante el incremento de las tensiones en los mercados de deuda soberana.
2008	<b>Procedimiento de adjudicación plena:</b> las operaciones de mercado abierto se realizaban a partir de subastas, pero a partir de la crisis financiera, el BCE las sustituyó por el sistema de adjudicación plena, que permitía cubrir todas las necesidades de financiación de las entidades a un tipo de interés determinado por el BCE.
2008	<b>Líneas de Swaps de divisas:</b> Ante la falta de financiación de los bancos europeos en moneda extranjera, el BCE decidió establecer con otros bancos centrales extracomunitarios líneas de swaps en moneda extranjera. En 2008 se establecieron líneas swap en dólares (con la FED) y en francos suizos (con el Banco Nacional Suizo).
2009	<b>Ampliación tipo de activos aceptados como garantía:</b> Se aumentó el tipo de activos que las entidades de crédito podían aportar como garantía para acceder a la liquidez de las operaciones de financiación del BCE.
2009	<b>Covered Bond Purchase Programme (CBPP):</b> Programa de adquisición de bonos bancarios garantizados por activos de alta calidad, con el objetivo de mejorar la liquidez de los bancos.
2010	<b>Securities Markets Programme (SMP):</b> Ante el estallido de la crisis de deuda soberana y el fuerte incremento de las primas de



	riesgo, el BCE decidió intervenir en 2010 y 2011, mediante este programa, para reducir las tensiones de los mercados de deuda soberana. El BCE adquiriría títulos de deuda pública en los mercados secundarios, aunque de manera temporal y limitada.
<b>2010</b>	<b>Covered Bond Purchase Programme (CBPP2):</b> Introducción de un segundo programa de adquisición de bonos bancarios garantizados.
<b>2010</b>	<b>Nuevas líneas de Swaps de divisas:</b> A finales de 2010 se retomaron estas medidas para proporcionar liquidez en dólares nuevamente, y en libras esterlinas (estableciendo una línea swap con el Banco de Inglaterra), ante la posible escasez por la crisis irlandesa.
<b>2011</b>	<b>Operaciones de financiación a 3 años (LTRO):</b> A finales de 2011 para garantizar la liquidez a los bancos europeos ante las tensiones en los mercados financieros, el BCE decidió inyectar liquidez al sistema mediante operaciones de financiación a 3 años, sin límite de cantidad y a un tipo de interés del 1%. Se siguieron introduciendo operaciones a 3 años hasta 2015 cuando estas se dejan de utilizarse en favor de las TLTRO (de vencimiento a 4 años y con objetivo específico).
<b>2012</b>	<b>Outright Monetary Transactions (OMT):</b> En julio de 2012 ante la fuerte escalada de las primas de riesgo, Mario Draghi anunció que haría todo lo que fuera necesario para preservar el euro, y anunció el programa OMT en Agosto, que pasó a sustituir al SMP. Este programa realiza, igual que el SMP compras de títulos de deuda pública en los mercados secundarios, pero esta vez de manera ilimitada tanto en el tiempo como en la cantidad y bajo una fuerte condicionalidad, al ser necesario previamente la solicitud de ayuda al MEDE y la aplicación de las medidas de ajuste fiscal por las economías solicitantes.  Este programa contribuyó a relajar las condiciones de financiación de los países periféricos a partir de 2012.

2013	<b>Forward Guidance:</b> Nueva política de comunicación. A través de ella, el BCE anunciaría las medidas sobre la futura política monetaria, para afianzar las expectativas sobre los niveles de los tipos de interés oficiales
2014	<b>Asset-Backed Securities Purchase Program (ABSPP):</b> Programa de compras de bonos de titulización de activos emitidos por entidades de crédito.
2014	<b>Covered Bond Purchase Program (CBPP3):</b> Se introdujo otro programa de adquisición de bonos garantizados análogo a los dos anteriores.
2014	<b>Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTRO):</b> Operaciones de financiación a largo plazo, con vencimiento a 4 años y con objetivo específico. Ofrecen incentivos a las entidades bancarias para la concesión de créditos hacia la economía real. Las entidades que superaran el valor de referencia de concesión de créditos marcado por el BCE, podrían obtener financiación adicional mediante TLTRO adicionales, y en caso de no lograr el objetivo debían de reembolsar anticipadamente los fondos obtenidos. El tipo de interés venía marcado por las operaciones principales de financiación más un diferencial de 10pb.
2015	<b>Asset Purchase Programme (APP):</b> Programa adquisición de activos. Dentro de este programa se introdujo el Public Sector Purchase Programme (PSPP), Programa de adquisición de valores del sector público respaldados por activos, y compras de bonos garantizados del sector público. El objetivo de este programa es luchar contra la caída de los precios y rebajar el coste de endeudamiento de los Estados. Además dentro del APP se incluyeron los programas de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés) y el programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) que ya se habían establecido a finales de 2014.

2016	<p><b>Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTRO-II):</b>          Como las TLTRO introducidas en 2014, pero con la diferencia de que, el tipo de interés al que se prestan es como máximo el de las operaciones principales de financiación (0%) y pueden alcanzar el de las facilidades de depósito (-0,40%) si las entidades superan el valor de referencia de concesión de créditos marcado por el BCE</p>
2016	<p><b>Corporate Sector Purchase Programme (CSPP):</b> Nuevo programa de compra de bonos corporativos que se introdujo dentro del APP, para adquirir bonos de empresas no bancarias tanto en mercados primarios como secundarios.</p>

*Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el BCE*

### 5.3. EFECTOS DE LA POLITICA MONETARIA

La Política Monetaria aplicada por el BCE, ha tenido diversas etapas desde que se inició la crisis financiera en 2007. La respuesta del BCE, en este primer momento, fue satisfacer la demanda de liquidez de las entidades de crédito ante el cierre de los mercados interbancarios. Las medidas aplicadas entre 2008 y 2009 mejoraron la situación de las entidades de crédito, pero con el estallido de la crisis de deuda soberana en 2010, el BCE tuvo que continuar con algunas de las medidas implantadas desde 2008 e introducir nuevas medidas con el objetivo de estabilizar los mercados financieros y lograr la recuperación del crédito hacia la economía real.

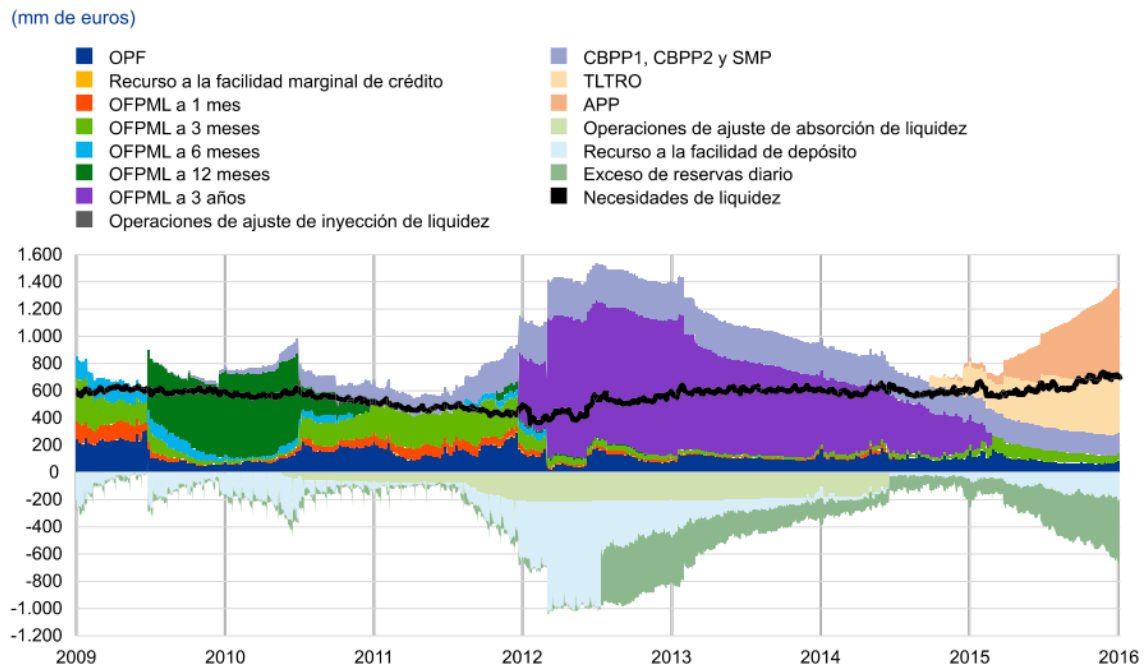
En cuanto al objetivo de recuperar la estabilidad financiera, el programa OMT (compras de bonos soberanos por el BCE en mercados secundarios) ha demostrado la capacidad del BCE para terminar con los ataques de los mercados financieros sobre las deudas soberanas de los países de la Eurozona (gráficos 4.2 y 4.4). La introducción de este programa llevó a una fuerte reducción de las primas de riesgo de los países bajo tensiones, incluso antes de su puesta en marcha (desde su anuncio comenzaron a relajarse las tensiones y las primas de riesgo). Posteriormente, la introducción del programa de adquisición de activos (APP) y más concretamente del programa de compras de valores

del sector público (PSPP), ha contribuido a mantener bajas las primas de riesgo y por tanto también han disminuido los costes de financiación de los Estados, financiándolos de manera directa, mediante compras en los mercados primarios de deuda.

Con el objetivo de conseguir recuperar el flujo del crédito hacia la economía real, el BCE ha utilizado numerosos programas de inyección de liquidez, además de programas de compras de activos y reducciones de los tipos de interés oficiales.

La liquidez proporcionada por el BCE hacia las entidades de crédito, durante la crisis de deuda soberana, se dedicó en parte hacia la compra de bonos soberanos de los países bajo tensiones, pues proporcionaban mayores rentabilidades que si se dedicaba esa liquidez adicional hacia la concesión de préstamos al sector privado. Pero la mayoría de la liquidez inyectada, se fue atesorando por la banca y depositándose en las cuentas del BCE, mediante la facilidad de depósito. Si se observa el gráfico 5.5, se puede ver como desde finales de 2011 y en mayor medida en 2012, gran parte de la liquidez inyectada por el BCE mediante las distintas operaciones de financiación, se depositó de nuevo en las cuentas del BCE haciendo uso de la facilidad de depósito. Por tanto, la Política Monetaria se mostró ineficaz para contribuir a la reactivación del crédito hacia la economía real. Se podría decir que en ese momento la Eurozona se encontraba en la situación que Keynes denominó “la trampa de la liquidez”. En esta situación los agentes económicos, incluso ante tipos de interés cercanos a cero, prefieren conservar su liquidez antes que gastarla o invertirla, con lo que la Política Monetaria se vuelve ineficaz. Entonces en una situación de excesivo endeudamiento, como era tras la crisis financiera, la prioridad de los agentes económicos es el desapalancamiento financiero, con lo que la Política Monetaria expansiva no se traduce en un incremento del crédito hacia la economía real (Álvarez Peralta et al., 2013).

Gráfico 5.5 Balance del Eurosistema (2009-2016)

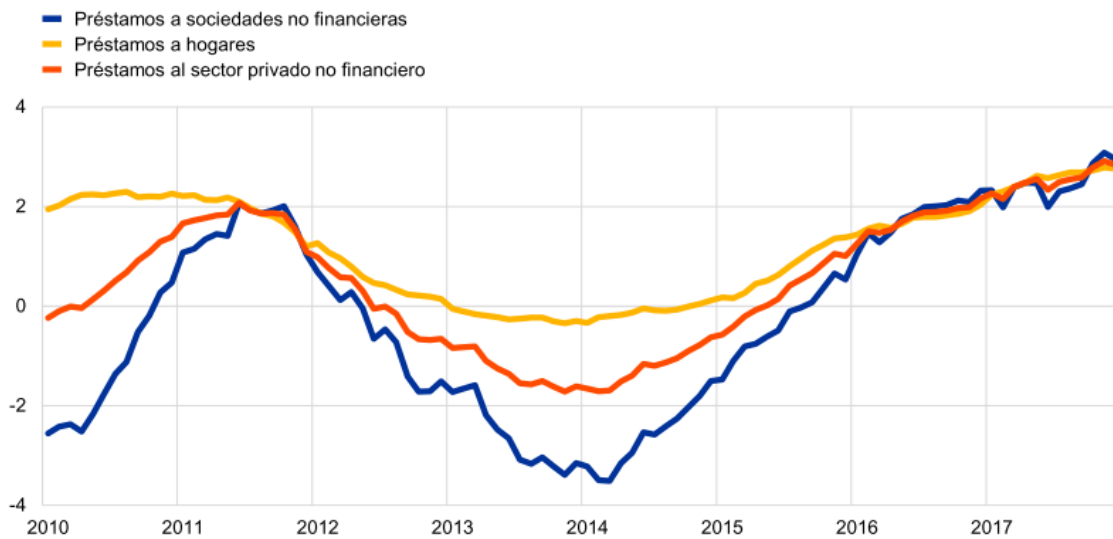


Fuente: Banco Central Europeo (2016)

A pesar de las inyecciones de liquidez del BCE, desde finales de 2011 el crédito hacia la economía real comenzó a reducirse, alcanzando el mínimo en 2014 (gráfico 5.6). Durante este año, el BCE introdujo nuevas medidas no convencionales, con el fin de lograr una mayor transmisión de la Política Monetaria hacia la economía real. Para ello, el BCE introdujo las operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO) que iban asociadas a la consecución de un nivel específico, marcado por el BCE, de concesión de préstamos hacia la economía real (a excepción de préstamos para inversión en vivienda). Las entidades que lograban superar ese objetivo, podían obtener liquidez adicional mediante TLTRO, lo que incentivó a las entidades de crédito a destinar la liquidez obtenida mediante estos instrumentos hacia la concesión de préstamos (Banco Central Europeo, 2015b). Si se tienen en cuenta las sucesivas Encuestas sobre Préstamos Bancarios realizadas a las entidades de crédito entre 2015 y 2017, estas indican que los fondos obtenidos a través de TLTRO, se destinaron a la concesión de préstamos hacia el sector privado. Solo un pequeño porcentaje de entidades contestó haberlas utilizado para adquirir otros instrumentos financieros. Por lo tanto, según los resultados de estas encuestas, las TLTRO habrían demostrado ser un importante incentivo para la concesión de préstamos (Banco Central Europeo, 2016a, 2017b).

Gráfico 5.6 Préstamos concedidos por las Instituciones Financieras Monetarias a sociedades no financieras y a hogares (2010-2017)

(tasas de variación interanual; préstamos a sociedades no financieras y a hogares ajustados de efectos estacionales y de calendario; préstamos al sector privado no financiero sin ajustar)

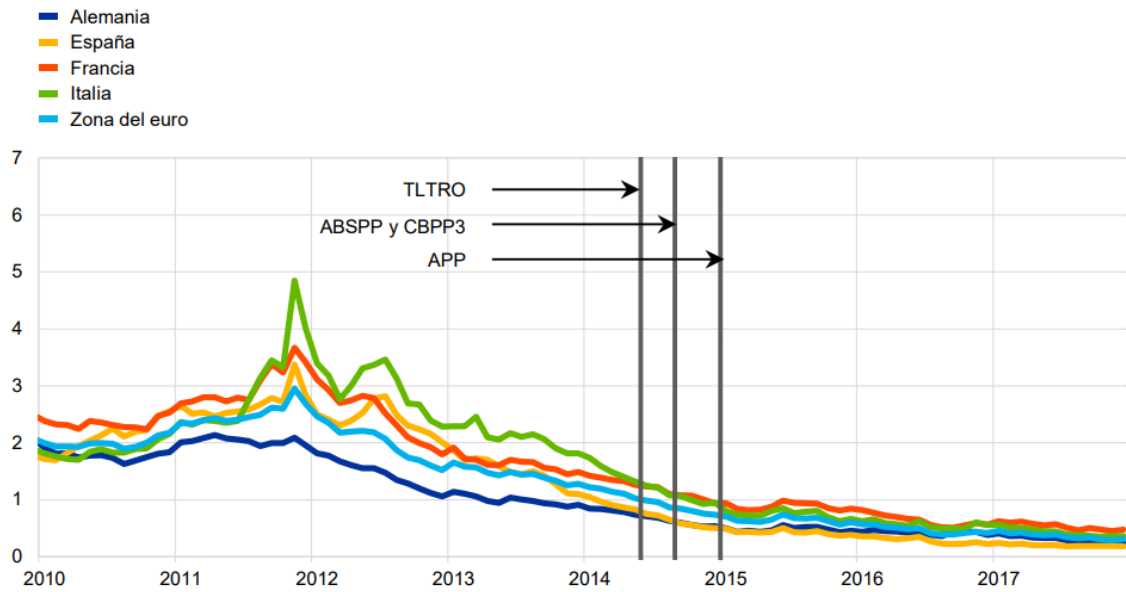


Fuente: Banco Central Europeo (2018)

Además de las TLTRO, a finales de 2014, se introdujo el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), emitidos por entidades de crédito, y el tercer programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP3). Estos dos programas, junto a la introducción del APP en 2015 y las nuevas TLTRO-II en 2016 (bajo condiciones aún más favorables que las TLTRO), lograron reducir las divergencias de los costes de financiación de las entidades de crédito. Además, se redujeron los costes de financiación de las entidades de los países de la Eurozona (gráfico 5.7), lo que permitió rebajar los tipos de interés aplicados a los préstamos al sector privado. Si se observa el gráfico 5.4, del apartado anterior, se puede ver como a partir de 2014 hay una reducción de los tipos de interés aplicados a las empresas de la Eurozona y además de ello, se ha producido una reducción de los diferenciales de estos tipos entre países, mejorando así la transmisión de la Política Monetaria.

Gráfico 5.7 Coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda (2010-2017)

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)

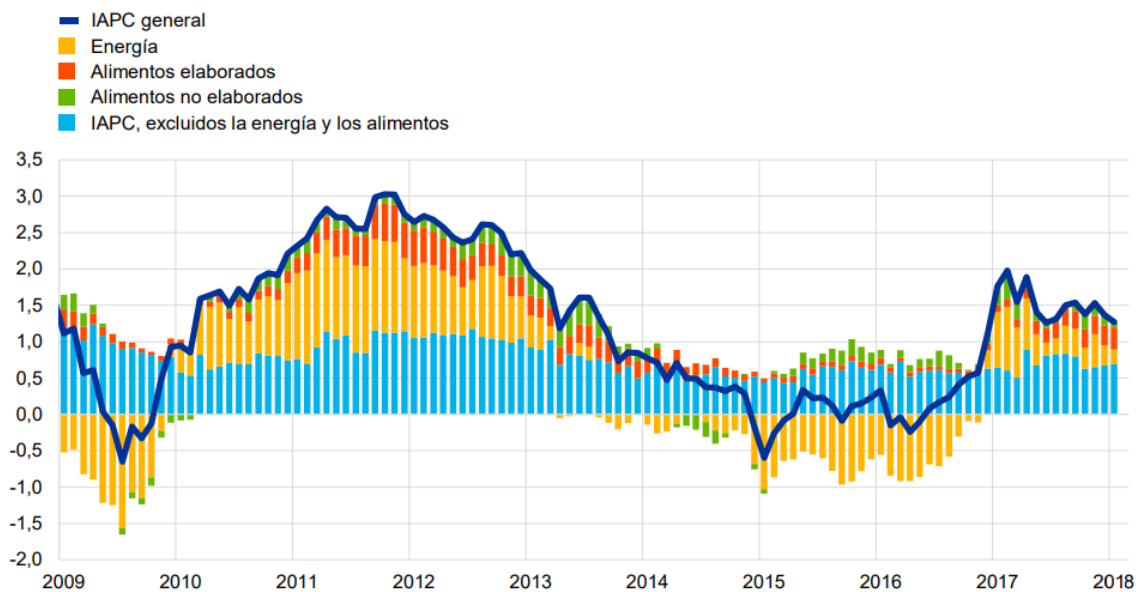


Fuente: Banco Central Europeo (2018)

Por último, si observamos el gráfico 5.8, los efectos de la Política Monetaria llevada a cabo por el BCE, no parecen haber afectado en gran medida a los niveles de inflación. Si tenemos en cuenta la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), durante el último año se ha podido observar una mejora de la situación, acercando los niveles de inflación al objetivo del BCE del 2%. Pero si se tiene en cuenta la inflación subyacente (eliminando los efectos de los precios de la energía y los alimentos), apenas se puede apreciar una leve mejoría de los niveles de inflación. Es por ello, que el BCE en 2017 afirmó mediante la Forward Guidance, que los tipos de interés oficiales, continuarían en niveles actuales, además de continuar con las compras del APP, hasta alcanzar una senda de inflación estable y cercana al objetivo del 2%.

Gráfico 5.8 Inflación medida por el IAPC y contribuciones por componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central Europeo (2018)

#### 5.4. REFORMAS HACIA UNA UNIÓN BANCARIA EUROPEA

En junio de 2012, los gobiernos europeos decidieron reforzar la UEM y avanzar hacia una Unión Bancaria, pues la crisis financiera y la posterior crisis de deuda soberana, pusieron de manifiesto la interdependencia entre los riesgos bancarios y los riesgos soberanos, que actuó como un canal de transmisión y de intensificación de la crisis. Las distintas respuestas nacionales ante la crisis llevaron a una fragmentación del mercado financiero europeo, dificultando la transmisión de la política monetaria hacia la economía real y generando perturbaciones en la concesión de créditos (Consejo Europeo, 2018). Para recuperar la confianza en el sistema bancario y en el euro, se presentó el informe Van Rompuy<sup>17</sup>, que proponía una hoja de ruta para la creación de una Unión Bancaria y para buscar una mayor coordinación de la política fiscal entre países.

La Unión Bancaria perseguía tres objetivos principalmente (Banco de España, 2017):

- Eliminar la conexión entre riesgo bancario y soberano y reforzar la estabilidad financiera.

<sup>17</sup> Informe Van Rompuy: Este informe establece una serie de pasos a realizar con el fin de completar una verdadera Unión Económica y Monetaria. En este informe se explora, como primer paso avanzar hacia la completa integración del sistema financiero, mediante la Unión Bancaria. Además se proponen una serie de ideas para avanzar hacia un presupuesto integrado, la creación de algún tipo de emisión de deuda conjunta o avanzar hacia un marco político más integrado.



- Limitar los efectos de la quiebra de una entidad sobre un Estado, para que los acreedores de la entidad absorban las pérdidas en primer lugar, y evitar que se use dinero de los contribuyentes para salvar a los bancos en quiebra.
- Estimular la concesión de crédito a Europa, armonizando la normativa del sector financiero y así reducir la fragmentación del mercado.

Para la consecución de la unión bancaria se presentó ante la Comisión Europea, El Informe de los cinco Presidentes<sup>18</sup>, el 22 de junio de 2015. En él se establece un plan para profundizar en la formación de una unión económica y monetaria, además de medidas para limitar los riesgos para la estabilidad financiera (Comisión Europea, 2015). Para ello se establecieron tres entidades sobre las que se apoyaría la Unión Bancaria: Un Mecanismo Único de Supervisión (MUS), un Mecanismo Único de Resolución (MUR) y por último un Sistema Europeo de Garantías de Depósitos (SEGD) (este aún está pendiente de crearse).

#### **5.4.1. El Mecanismo Único de Supervisión**

Antes de establecer el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), el BCE y las autoridades nacionales llevaron a cabo una evaluación de los principales bancos de la Eurozona, mediante pruebas de estrés y revisiones de los activos en balance. La supervisión de las entidades se dividió en dos grupos, las significativas (con activos de más de 30.000 millones de euros o que superen el 20% del PIB nacional) y las menos significativas (comprenderían las de menor tamaño que no entran en los criterios anteriores). Con esta clasificación el BCE se encarga de supervisar de forma directa las entidades significativas y sobre las menos significativas se encargarían directamente las autoridades nacionales competentes (ANC) e indirectamente el BCE. En el caso de la supervisión de las entidades menos significativas dentro de la economía española, esta es realizada por el Banco de España.

El Mecanismo Único de Supervisión se aprobó en octubre del 2013, mediante el reglamento (UE) nº 1024/2013, por el que se asignaba la tarea de supervisión de las

---

<sup>18</sup> Informe de los cinco Presidentes: presentó un plan para reforzar la Unión Económica y Monetaria a partir de 2015 con el objetivo de finalizarla en 2025. Para la consecución de este objetivo se presentaron una serie de medidas a poner en marcha en varias etapas: la primera iba encaminada a completar la Unión Bancaria, mediante la introducción de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos. Otras medidas tienen un horizonte temporal más alejado, como conseguir una Unión Presupuestaria a través de la creación de un futuro tesoro de la Eurozona.

entidades de crédito de todos los estados miembros de la zona euro al BCE (Banco de España, 2017).

Su objetivo principal es garantizar la aplicación efectiva de las normas prudenciales, de manera que toda la supervisión sea igual de eficaz en toda la zona euro para reducir la probabilidad de quiebras bancarias y prevenir la necesidad de intervenciones. La supervisión se lleva a cabo mediante comprobaciones periódicas para garantizar que los bancos estén en condiciones de realizar operaciones. Estas comprobaciones serían evaluaciones sobre la calidad de los activos en balance y pruebas de resistencia, para comprobar si tienen las condiciones necesarias para resistir ante situaciones adversas (Consejo Europeo, 2018).

#### **5.4.2. El Mecanismo Único de Resolución**

Además del MUS, se creó el Mecanismo Único de Resolución (MUR) con el objetivo de unificar la toma de decisiones para la resolución de entidades de los países integrantes de la UME, de manera que cuando un banco tenga dificultades, la política de resolución se de en las mismas condiciones a todos los países integrantes, y minimice el coste fiscal de los países afectados. El MUR es un sistema integrado por las autoridades nacionales de resolución, liderado por la Junta Única de Resolución (JUR). La JUR es el principal órgano de decisión del MUR. Su objetivo es garantizar que la financiación de las entidades en procesos de resolución sea uniforme. La financiación llegaría a través del Fondo Único de Resolución (FUR) siempre que los acreedores y accionistas hayan asumido las pérdidas previamente. El FUR es financiado con las aportaciones de los bancos, por la proporción que representen sus pasivos respecto del conjunto de los pasivos de todas las entidades participantes. Su capacidad financiera será progresivamente mutualizada. El objetivo es que para 2023 tenga el 1% de los créditos garantizados.

La JUR es la que adopta las decisiones de resolución de todas las entidades, tanto las significativas supervisadas por el BCE, como las no significativas. Se utilizará la resolución de bancos en quiebra solo cuando hayan agotado otras opciones de recapitalización interna.

En caso de que varios bancos fuesen afectados simultáneamente, es posible que la capacidad del FUR no fuera suficiente, por lo que se precisa un mecanismo común de protección presupuestaria para el fondo, como instrumento de último recurso. Los

Estados miembros se comprometieron a avanzar hacia la construcción de este mecanismo en 2013, pero aún no se ha materializado en un mecanismo concreto. Se han realizado dos propuestas para la creación de este mecanismo: (Comisión Europea, 2017)

- Utilizar el MEDE para realizar una línea de crédito hacia el FUR, en casos en que el FUR no posea los fondos suficientes para recapitalizar o llevar a cabo la resolución de muchas entidades simultáneamente.
- Facilitar préstamos o garantías por parte de los estados al FUR, lo que podría llevar a dificultades para movilizar los fondos comprometidos en casos de crisis.

### **5.4.3. El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos**

Para completar la Unión Bancaria sería necesario la implantación de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD). La Comisión Europea propuso en noviembre de 2015 un sistema de seguro de los depósitos bancarios para toda la Eurozona. El objetivo principal del SEGD sería el de proteger los depósitos de los ciudadanos a nivel de toda la Eurozona.

Este sistema se construirá sobre el sistema actual, compuesto por los Fondos Nacionales de Garantía, y proporcionará un nivel de protección de 100.000 euros por depositante. Se irá introduciendo gradualmente y será financiado por las contribuciones de los bancos de forma ponderada por riesgo, por lo que los bancos con más riesgo efectuaran aportaciones más elevadas y será obligatorio para todos los estados miembros, cuyos bancos estén cubiertos por el MUS.

Este sistema se introducirá en tres fases:

La primera, la fase de reaseguro, en la que los sistemas de garantía de depósitos nacionales solo pueden acceder a fondos del sistema europeo cuando hayan agotado sus recursos propios. Esta fase tendrá duración de tres años (hasta 2020)

La segunda, la fase de coaseguro, en la que el sistema europeo de garantía de depósitos se transformara en un sistema mutualizado, es decir que los fondos de los sistemas nacionales no están obligados a terminar sus recursos propios antes de acceder a los fondos del sistema europeo.

La última fase, la fase de seguro pleno, en la que el sistema europeo de garantía de depósitos cubrirá plenamente los sistemas nacionales de garantía a partir del año 2024 (Comisión Europea, 2015).

## **6. CONCLUSIONES**

La crisis de deuda soberana sufrida por la economía española, a diferencia de la visión oficial mantenida por las autoridades europeas, no se debe a su indisciplina fiscal durante los años previos a la crisis financiera. La economía española redujo su ratio deuda pública/PIB entre 1999 y 2007, alcanzando uno de los volúmenes de deuda más bajos dentro de la Eurozona en el año 2007 (Anexo: tabla 2). Por tanto esta no puede ser la causa que llevó a la economía española a sufrir una crisis de deuda soberana. Algunos autores (Bertuccio, Quiroga, y Telechea, 2014; Lapavitsas et al., 2010) señalan que las causas están relacionadas con los desequilibrios macroeconómicos sufridos por la economía española y el resto de las economías periféricas desde la introducción del euro hasta 2007.

Estos desequilibrios en la economía española, fueron una pérdida de competitividad, que se reflejó en un empeoramiento del saldo por cuenta corriente, y un fuerte auge del endeudamiento privado, destinado principalmente a inversión inmobiliaria. El incremento de la demanda de crédito, llevó a las entidades de crédito españolas a financiarse en los mercados internacionales, lo que les hizo dependientes de la financiación exterior.

Con la llegada de la crisis financiera y el cierre de los mercados financieros internacionales, ante la ausencia de liquidez, el Estado rescató al sector bancario, con el objetivo de evitar riesgos sistémicos que pudieran desestabilizar el sistema financiero español. El rescate, unido a la activación de los estabilizadores automáticos, y el uso de políticas discrecionales por parte del gobierno, llevaron a acumular fuertes déficits durante 2008 y 2009, incrementando así el volumen de deuda.

En este escenario, a principios de 2010 se desató la crisis de deuda soberana en la economía griega. La manipulación de sus estadísticas públicas y el abultado ratio de deuda pública/PIB alcanzado a finales de 2009, generó una gran desconfianza en los mercados financieros, ante la posibilidad de impago. Esta desconfianza se fue trasladando

hacia los mercados de deuda soberana del resto de países con fuertes desequilibrios fiscales, afectando a Irlanda, Portugal, Italia y España.

Las tensiones se fueron realimentando por la interacción entre riesgos soberanos y bancarios, dificultando el acceso de las entidades de crédito de los países bajo tensiones a los mercados internacionales. Esto llevó al gobierno español a exigir mayores niveles de solvencia a las entidades, además de más transparencia y una profesionalización del sector de las cajas de ahorro. Pero a pesar de estas medidas, el gobierno español se vio obligado a solicitar el rescate financiero ante el recrudecimiento de las tensiones en junio de 2012, tanto en los mercados de deuda soberana como de los mercados de financiación bancarios.

Las tensiones llevaron a una situación de fragmentación financiera, que dificultó la transmisión de la política monetaria hacia la economía real, lo que llevó al BCE a actuar firmemente para disipar las dudas sobre el euro. En junio de 2012, el presidente del BCE, dijo que haría todo lo necesario por la continuidad del euro, y posteriormente anunció el programa de compras de bonos (OMT), que disipó las dudas ante la posibilidad de impago de las economías periféricas, relajando sus condiciones de financiación. Se dio así por finalizada la crisis de deuda soberana a partir del verano de 2012. Tras la crisis de deuda soberana el BCE siguió aplicando medidas no convencionales. Estas medidas llevaron a una mejora de los volúmenes de préstamos bancarios concedidos al sector privado, y contribuyeron a relajar los tipos de interés aplicados, mejorando la transmisión de la Política Monetaria. Pero las medidas introducidas por el BCE desde 2014 hasta la actualidad no han logrado alcanzar una senda de inflación estable y cercana al objetivo marcado por el BCE, por lo que la aplicación de estas medidas continuará durante los próximos años, hasta que se alcance dicho objetivo.

Por último, en 2012, los Estados miembro de la UEM, decidieron avanzar hacia una Unión Bancaria, “con el objetivo de quebrar el vínculo entre el riesgo soberano y el bancario, que actuó como un importante canal de transmisión e intensificación de la crisis en la zona del euro a partir de 2010” (Millaruelo y Del Río, 2014, p. 67), de manera que se evite que sean los estados nacionales los encargados de rescatar a la banca en casos de crisis financiera. Se estableció el objetivo de culminar la Unión Bancaria para 2025 (Comisión Europea, 2017). De momento se han creado el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución, aún falta por alcanzar el objetivo de

capital del Fondo Único de Resolución, así como la creación de un Mecanismo Común de Protección Presupuestaria que apoye al Fondo Único de Resolución (mediante préstamos o garantías, en caso de afección de un gran número de entidades) y la creación de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos.

## 7. REFERENCIAS

- Álvarez Peralta, I., Luengo Escalonilla, F., y Uxó González, J. (2013). *Fracturas y crisis en Europa* (1.ª ed.). Madrid: Clave Intelectual.
- Amor Alameda, J. M. (2011). La vulnerabilidad en los mercados de deuda soberana de la unión monetaria europea. *Boletín Económico de ICE Información Comercial Española*, (863), 43-52.
- Banco Central Europeo. (2009). *Informe Anual 2008*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2010). *Informe Anual 2009*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2011). *Informe Anual 2010*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2012). *Informe Anual 2011*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2013). *Informe Anual 2012*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2014). *Informe Anual 2013*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2015a). *Informe Anual 2014*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2015b). The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures. *Economic Bulletin*, (7), 1-20.
- Banco Central Europeo. (2016a). Impacto de las medidas no convencionales del BCE en las condiciones de financiación: evidencia reciente. *Boletín Económico del BCE*, (2), 53-60.
- Banco Central Europeo. (2016b). *Informe Anual 2015*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2017a). *Informe Anual 2016*. Frankfurt: BCE.
- Banco Central Europeo. (2017b). Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico: resumen de los fondos adjudicados y su impacto en la

- intermediación bancaria. *Boletín Económico del BCE*, (3), 46-56.
- Banco Central Europeo. (2018). *Informe Anual 2017*. Frankfurt: BCE.
- Banco de España. (2011). *Evolución y reforma de las Cajas de Ahorros* (Informe).
- Banco de España. (2017). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. Madrid: BDE.
- Bertuccio, E., Quiroga, L., y Telechea, J. M. (2014). *La Crisis de Deuda Soberana en la Unión Europea: Una mirada crítica* (Documento de trabajo, n.2). Madrid: Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo.
- Calvo Bernardino, A., y Martín de Vidales Carrasco, I. (2014). Crisis y cambios estructurales en el sector bancario español: una comparación con otros sistemas financieros. *Estudios de Economía Aplicada*, 32(2), 535-566.
- Calvo Hornero, A. (2008). La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch. *Revista de Economía Mundial*, (18), 195-204.
- Carrasco, C. (2014). Origen de los desequilibrios macroeconómicos en la economía española. *Revista Problemas del Desarrollo*, 45(179), 91-115. Recuperado a partir de [http://dx.doi.org/10.1016/S0301-7036\(14\)70142-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0301-7036(14)70142-7)
- Climent, R. C. (2015). *Crisis financiera y desequilibrios económicos latentes: El caso de la economía Española* (Tesis Doctoral). Universidad Católica de Valencia San Vicente Mártir, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Economía. Recuperado a partir de [https://www.ucv.es/estudios\\_plan\\_guias.asp?t=125&g=2&a=1&f=1](https://www.ucv.es/estudios_plan_guias.asp?t=125&g=2&a=1&f=1)
- Comisión Europea. (2015). Una unión bancaria más fuerte: Nuevas medidas para reforzar la protección de los depósitos y reducir aún más los riesgos bancarios. *Press Release Database*. Recuperado a partir de [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-6152\\_es.htm#\\_ftn2](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-6152_es.htm#_ftn2)
- Comisión Europea. (2017). *Profundización de la unión económica y monetaria*. Bruselas: Comisión Europea.
- Consejo Europeo. (2018). Unión Bancaria. Recuperado 25 de junio de 2018, a partir de <http://www.consilium.europa.eu/es/policies/banking-union/>

- Gimeno, R., y Del Río, A. (2018). El recurso de la banca española a la financiación del Eurosistema. *Boletín Económico del Banco de España*, (3), 1-10.
- Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Lindo, D., Michell, J., Paineira, J. P., Pires, E., ... Teles, N. (2010). Eurozone crisis: Beggar thyself and thy neighbour. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 12(4), 321-373.
- Machinea, J. L. (2009). La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica. *Revista Cepal*, (97), 33-55.
- Miguel Ruesga Benito, S. (2013). Para entender la crisis económica en España. El círculo vicioso de la moneda única y la carencia de un modelo productivo eficiente. *Economía UNAM*, 10(28), 70-94. [https://doi.org/10.1016/S1665-952X\(13\)72188-1](https://doi.org/10.1016/S1665-952X(13)72188-1)
- Millaruelo, A., y Del Río, A. (2013a). La fragmentación financiera en la zona del euro durante la crisis, (12), 41-52. *Boletín Económico*.
- Millaruelo, A., y Del Río, A. (2013b). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a los largo de la crisis, (1), 89-99. *Boletín Económico*.
- Millaruelo, A., y Del Río, A. (2014). La construcción de la Unión Bancaria en la UE, (11), 67-76. *Boletín económico*.
- Mundell, R. A. (1961). Una teoría de las áreas monetarias óptimas. *American Economic Review*, (51), 509-517.
- Nadal, A. (2008). La crisis financiera de Estados Unidos. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, (2953), 19-29. Recuperado a partir de <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2753634&info=resumen&idioma=SPA>
- Palley, T. I. (2005). Del keynesianismo al neoliberalismo: paradigmas cambiantes en economía. *Economía UNAM, ISSN*, 2(4), 138-150.
- Paúl Gutiérrez, J. (2006). El déficit exterior de la economía española en perspectiva interna. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, (2892), 29-44.
- Sala Rios, M., y Minguell Chillón, F. X. (2016). Los programas de compra de activos del Banco Central Europeo. *Boletín económico de ICE, Información Comercial*



*Española*, (3081), 17-30.

Toribio Dávila, J. J. (2011). Áreas Monetarias Óptimas y la experiencia europea: algunas reflexiones. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, (863), 13-19. Recuperado a partir de [http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE\\_863\\_\\_\\_BDCF46EFB7E2A025B6B6A9739B4885DA.pdf](http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_863___BDCF46EFB7E2A025B6B6A9739B4885DA.pdf)

Torrero Mañas, A. (2013). *Sobre la Crisis Financiera Internacional* (Documento de Trabajo, n.01/2013). Madrid: Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Recuperado a partir de [https://ebuah.uah.es/dspace/bitstream/handle/10017/16201/sobre\\_torrero\\_IAESDT\\_2013\\_N01.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://ebuah.uah.es/dspace/bitstream/handle/10017/16201/sobre_torrero_IAESDT_2013_N01.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

## ANEXOS

Tabla 1 (Anexo) Comparativa del déficit público de las economías periféricas y Alemania (1996-2006)

% PIB	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Eurozona</b>	-4.3	-3.0	-2.4	-1.5	-0.5	-2.0	-2.7	-3.2	-3.0	-2.6	-1.5
<b>Grecia</b>	-8.2	-6.1	-6.3	-5.8	-4.1	-5.5	-6.0	-7.8	-8.8	-6.2	-5.9
<b>Portugal</b>	-4.7	-3.7	-4.4	-3.0	-3.2	-4.8	-3.3	-4.4	-6.2	-6.2	-4.3
<b>Alemania</b>	-3.5	-2.9	-2.5	-1.7	0.9	-3.1	-3.9	-4.2	-3.7	-3.4	-1.7
<b>Irlanda</b>	-0.3	1.3	2.0	2.4	4.9	1.0	-0.5	0.4	1.3	1.6	2.8
<b>Italia</b>	-6.7	-3.0	-3.0	-1.8	-2.4	-3.4	-3.0	-3.3	-3.5	-4.1	-3.5
<b>España</b>	-5.4	-3.9	-2.9	-1.3	-1.1	-0.5	-0.4	-0.4	0.0	1.2	2.2

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por Eurostat

Tabla 2 (Anexo) Comparativa de la deuda pública de las economías periféricas y Alemania (1996-2006)

% PIB	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Eurozona</b>	-	-	-	70.6	68.1	67	66.9	68.1	68.4	69.2	67.4
<b>Grecia</b>	101.3	99.5	97.4	98.9	104.9	107.1	104.9	101.5	102.9	107.4	103.6
<b>Portugal</b>	59.5	55.2	51.8	51.0	50.3	53.4	56.2	58.7	62.0	67.4	69.2
<b>Alemania</b>	57.6	58.7	59.4	60.0	58.9	57.7	59.4	63.1	64.8	67	66.5
<b>Irlanda</b>	69.9	61.6	51.5	46.7	36.1	33.2	30.6	29.9	28.2	26.1	23.6
<b>Italia</b>	116.3	113.8	110.8	109.7	105.1	104.7	101.9	100.5	100.1	101.9	102.6
<b>España</b>	65.6	64.4	62.5	60.9	58.0	54.2	51.3	47.6	45.3	42.3	38.9

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por AMECO

Tabla 3 (Anexo) Comparativa del déficit público de las economías periféricas y Alemania (2007-2017)

% PIB	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Eurozona</b>	-0.7	-2.2	-6.3	-6.2	-4.2	-3.7	-3.0	-2.5	-2.0	-1.5	-0.9
<b>Grecia</b>	-6.7	-10.2	-15.1	-11.2	-10.3	-8.9	-13.2	-3.6	-5.7	0.6	0.8
<b>Portugal</b>	-3.0	-3.8	-9.8	-11.2	-7.4	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4	-2.0	-3.0
<b>Alemania</b>	0.2	-0.2	-3.2	-4.2	-1.0	0.0	-0.1	0.5	0.8	1.0	1.3
<b>Irlanda</b>	0.3	-7.0	-13.8	-32.1	-12.7	-8.0	-6.1	-3.6	-1.9	-0.5	-0.3
<b>Italia</b>	-1.5	-2.6	-5.2	-4.2	-3.7	-2.9	-2.9	-3.0	-2.6	-2.5	-2.3
<b>España</b>	1.9	-4.4	-11.0	-9.4	-9.6	-10.5	-7.0	-6.0	-5.3	-4.5	-3.1

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por Eurostat

Tabla 4 (Anexo) Comparativa de la deuda pública de las economías periféricas y Alemania (2007-2017)

% PIB	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Eurozona</b>	65	68.7	79.2	84.8	87.3	91.7	93.9	94.2	92.1	91.1	88.8
<b>Grecia</b>	103.1	109.4	126.7	146.2	172.1	159.6	177.4	178.9	176.8	180.8	178.6
<b>Portugal</b>	68.4	71.7	83.6	96.2	111.4	126.2	129	130.6	128.8	129.9	125.7
<b>Alemania</b>	63.7	65.2	72.6	80.9	78.6	79.8	77.5	74.7	71	68.2	64.1
<b>Irlanda</b>	23.9	42.4	61.5	86.1	110.3	119.6	119.4	104.5	76.9	72.8	68
<b>Italia</b>	99.8	102.4	112.5	115.5	116.5	123.4	129	131.8	131.5	132	131.8
<b>España</b>	35.6	39.5	52.8	60.1	69.5	85.7	95.5	100.4	99.4	99	98.3

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por AMECO

Tabla 5 (Anexo) Total de ayudas concedidas al sector bancario español (2008-2015)

Total Recapitalizaciones: 2008-2015		Activos dañados Total: 2009-2015		Avales pasivos Máximo: 2009- 2015		Otras medidas Máximo 2009-2015	
En millones de euros	Como % del PIB	En millones de euros	Como % del PIB	En millones de euros	Como % del PIB	En millones de euros	Como % del PIB
61,9	5,9	32,9	3,1	72,0	6,7	19,3	1,8

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el BCE

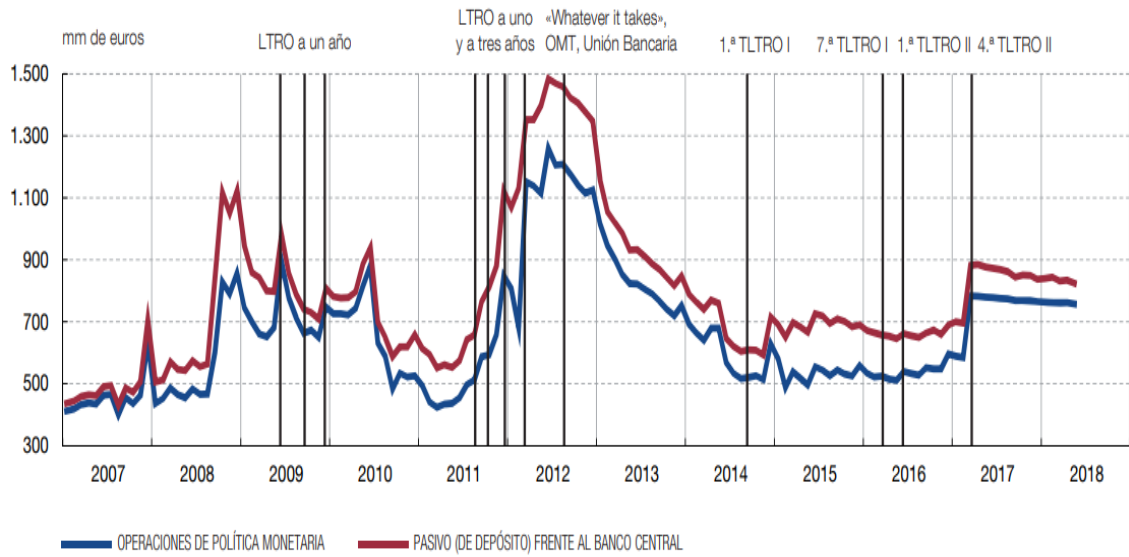
Gráfico 1 (Anexo) Primas de riesgo crediticio soberano y bancario en España (2008-2014)

**CDS A CINCO AÑOS ESPAÑA**



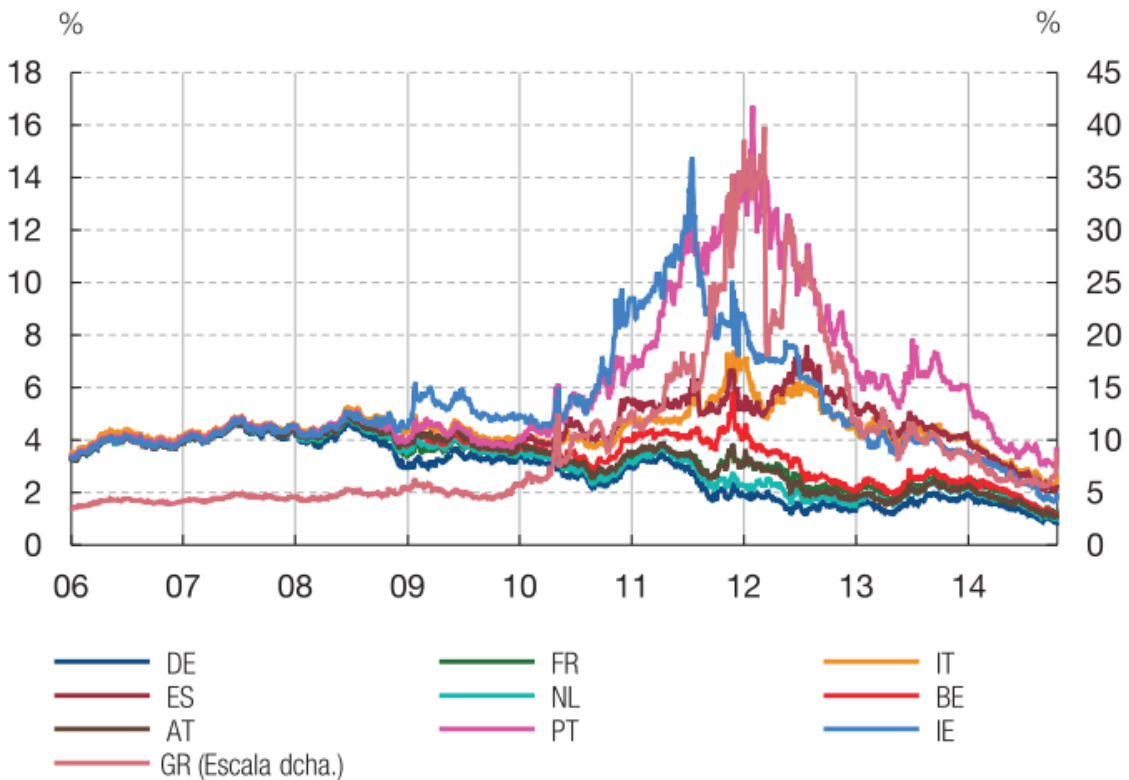
Fuente: Millaruelo y Del Río (2014)

Gráfico 2 (Anexo) Financiación total del Eurosistema



Fuente: Gimeno y Del Río (2018)

Gráfico 3 (Anexo) Rentabilidad de los bonos soberanos a diez años



Fuente: (Millaruelo y Del Río, 2014)