



RECORDATORIO: ORIGEN DE LA SITUACIÓN ACTUAL

JAIME REQUEIJO

Catedrático Emérito de Economía Aplicada y Miembro del Consejo Asesor del Círculo de Empresarios

Toda crisis financiera supone una desarticulación de los mercados financieros que desploma el valor de los activos, tanto reales como financieros, y que desemboca en caídas prolongadas de la producción y el empleo. En los tiempos actuales, y dada la capilaridad de esos mercados, ese tipo de perturbación presenta un carácter internacional, sea cual sea el origen geográfico de la misma.

Los desencadenantes de tales crisis pueden ser muy varios pero, en general, se derivan de procesos inflacionarios graves, del deterioro del tipo de cambio, de la incapacidad para hacer frente a la deuda exterior o por la aparición de burbujas en uno o varios mercados¹. La crisis que planea sobre el mundo desarrollado desde 2007 tiene su origen en varias burbujas, la primera de las cuales se generó en el mercado inmobiliario estadounidense.

De 2000 a 2006 pero, muy en especial, de 2002 a 2004, la Reserva Federal norteamericana practicó una política de dinero barato, destinada a dinamizar la actividad económica. Una política que impulsó la demanda de viviendas por encima de sus ritmos normales y que, antes o después, hubiera conocido un brusco final, al pincharse la burbuja, puesto que muchos receptores de crédito hipotecario difícilmente hubieran podido hacer frente a sus obligaciones ante una elevación de los tipos de interés, dado que la gran mayoría de los créditos se concedían a tasa fija, durante uno o dos años, y a tipo variable para el período restante. Esa burbuja, circunscrita inicialmente al mercado norteamericano, hubiera generado, al explotar, una crisis financiera importante en esa economía, con reflejos inquietantes en otros mercados. Pero, antes de que estallara la burbuja, había ocurrido algo más, se había diseñado un vector que convertiría una crisis interna en una gran perturbación internacional: la titulización de muchos de esos créditos y su venta por buena parte de la geografía mundial².

Las instituciones financieras que habían concedido los créditos hipotecarios convirtieron muchos de ellos en títulos y los vendieron, empaquetados, eso sí, con otros créditos, a enti-

¹ Sobre estos temas véase Reinhart y Rogoff: «This time is different», Princeton University Press, 2009, en especial el capítulo primero. También Requeijo: «Anatomía de las crisis financieras», McGraw Hill, 2006, en especial el capítulo segundo.

² Una explicación más completa puede encontrarse en Kamin, S. y Pounder, L.: «How Did a Domestic Housing Slump turn into a Global Financial Crisis? Board of Governors of the Federal Reserve System, International Financial Discussion Paper 904, enero 2010.



dades muy distintas y muy distantes. Y la buena rentabilidad ofrecida hizo que los adquirieran bancos y aseguradoras de muy diversos países, fondos de inversión y hasta un fondo de pensiones noruego. En 2006, y por razones varias, la Reserva Federal empezó a elevar sus tipos de interés y los impagos comenzaron a extenderse y a afectar a los tenedores de los títulos; en 2007 los problemas se agudizaron y, en 2008, tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, la crisis financiera mundial había tomado cuerpo y hecho sentir sus demoleedores efectos, especialmente concentrados en las economías desarrolladas.

Con extrema celeridad, la perturbación se filtró por el sistema financiero de los países avanzados, ocasionando una serie de problemas bien conocidos: rescates de entidades financieras, depreciación de activos, contracción de la liquidez global y aumento considerable de la deuda pública de los países desarrollados. El rescate, para evitar la quiebra, afectó, sobre todo, a Estados Unidos: sus dos grandes instituciones especializadas en crédito hipotecario, la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mae) tuvieron que ser salvadas con dinero público e intervenidas; la aseguradora American International Group (AIG) fue nacionalizada: Bear Sterns adquirida por J. P. Morgan y Merrill Lynch por Bank of America. Y suerte parecida corrieron, en diferentes latitudes, las inglesas HSBC y Northern Rock; las francesas Paribas y Société Générale; la holandesa Fortis, la alemana Deutsche Bank; la suiza UBS y el Mizuho Financial Group japoneses.

Las pérdidas por depreciación de activos financieros, hasta abril de 2009, las evaluaba un estudio del Fondo Monetario Internacional en una cifra superior a los 4 billones de dólares, repartidas por Estados Unidos, Europa y Japón³.

En momentos de extrema tensión financiera, como el que se ha descrito, el mercado interbancario mundial se cierra, para muchos de sus participantes, porque cada uno de ellos desconfía de la solvencia de los demás. Lo cual contrae la liquidez global y acentúa la propia crisis de las entidades.

En las economías avanzadas, la caída del crecimiento produce un aumento de la deuda pública, tal y como puede verse en el cuadro siguiente para el conjunto de países OCDE y para España.

CUADRO Nº 1. DEUDA PÚBLICA BRUTA DEL CONJUNTO DE PAÍSES AVANZADOS Y DE ESPAÑA (% PIB)

Año	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total Países desarrollados	72,9	72,6	73,4	71,6	69,0	69,2	71,4	73,0	76,7	76,9	75,1
España	76,0	75,0	75,4	69,6	66,7	62,1	60,6	55,5	53,5	50,9	46,3

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Total Países desarrollados	73,3	79,9	91,2	97,5	102,1	107,1	109,5
España	42,5	48,0	63,3	68,4	78,8	92,6	104,0

Fuente: OECD Economic Outlook 96 database. Cuadro 32

³ Survey Magazine, IMF Research 21/04/2009.



Pero, además de sus consecuencias financieras, la crisis se ha trasladado, también, a las variables reales, tal y como se desprende del cuadro n° 2. En general, y a partir del 2008, las tasas de crecimiento experimentaron reducciones sustanciales y el desempleo incrementos sostenidos.

CUADRO N° 2. EFECTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LAS VARIABLES REALES DEL MUNDO DESARROLLADO

	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Crecimiento anual del PIB	2,8	3,1	2,8	0,1	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,4
Desempleo (% sobre población activa)	6,6	5,8	5,4	5,8	8,0	8,3	7,9	8,0	7,9

Fuente: FMI, *Economic Outlook*, octubre 2014.

Y una de las economías más golpeadas por la crisis ha sido, precisamente, España, crisis acentuada por la explosión de su propia burbuja inmobiliaria.

EL CASO ESPAÑOL

En el cuadro que sigue figura la evolución de la economía española en el período 1996-2013, un lapso caracterizado por dos fases bien distintas: la expansiva (1996-2007) y la recesiva (2008-2013).

CUADRO N° 3. TASAS DE CRECIMIENTO REAL ANUAL Y DESEMPLEO

Años	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tasa de crecimiento del PIB	2,7	3,7	4,3	4,5	5,3	4	2,9	3,2	3,2	3,7	4,2
Desempleo (% población activa)	22,1	20,6	18,6	15,6	13,9	10,6	11,5	11,3	11,0	9,2	8,5

Años	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tasa de crecimiento del PIB	3,8	1,1	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2
Desempleo (% población activa)	8,3	11,3	18,0	20,1	21,5	26,0	26,03

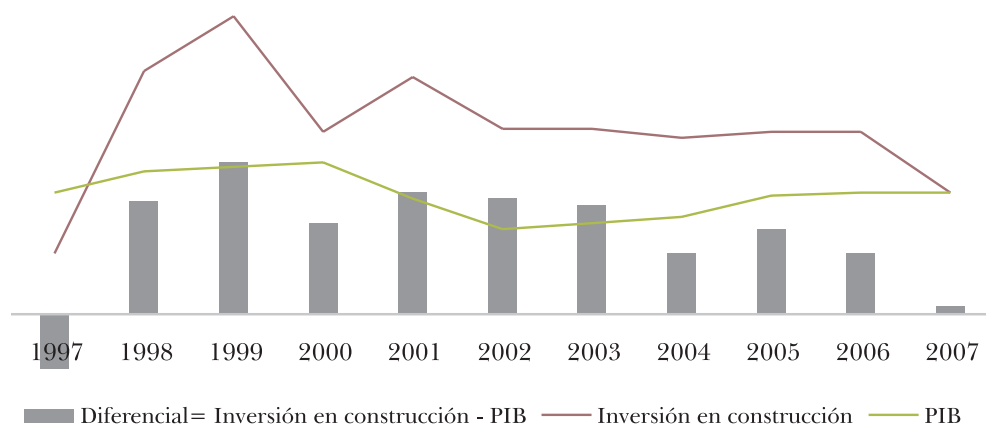
Fuente: Datos del INE, *Contabilidad Nacional*, base 2010 y EPAS.



La fase expansiva, iniciada antes de la llegada del euro, se vio prolongada por la política monetaria practicada, de 1999 hasta mediados de 2006, por el Banco Central Europeo, política que facilitaría la aparición de una gran burbuja inmobiliaria; la recesiva es el resultado de la crisis financiera internacional ya mencionada y del pinchazo de la burbuja nacional.

El tipo de interés básico del Banco Central Europeo se mantuvo a niveles reducidos durante ese primer período, con amplia generación de liquidez; condiciones que, en una sociedad como la española, inclinada a la propiedad de la vivienda, dieron lugar a un sostenido auge de la construcción y muy especialmente de la construcción residencial. Esas dos características pueden apreciarse en el gráfico y el cuadro que siguen.

**GRÁFICO Nº 1. INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN Y PIB
(TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUALES)**



Fuente: Banco de España; Informe Anual 2007, recuadro 5.1.



CUADRO N° 4

	Viviendas libres terminadas
1996	194.871
1997	224.332
1998	226.631
1999	296.250
2000	362.940
2001	452.252
2002	480.729
2003	462.730
2004	509.293
2005	528.754
2006	597.632
2007	579.665
2008	563.356
2009	356.555
2010	218.572
2011	121.043
2012	80.083
2013	43.230

Fuente: INE.

Adviértase, en el gráfico, que, de 1998 a 2007, los ritmos anuales de inversión en construcción se mantuvieron por encima de los crecimientos del Producto Interior Bruto, lo que da idea del impulso generado por ese sector. Y adviértase, en el cuadro n° 4, que de 2001 a 2008, se produce un salto notable en el número de viviendas terminadas, salto que tiene su pico en el año 2006, con casi 600.000 viviendas. Dado el gran efecto multiplicador de la construcción, y especialmente de la construcción de viviendas, no es de extrañar que los ritmos de crecimiento global fueran elevados y que, de 2000 a 2008, se crearan en nuestro país, más de 6 millones de nuevos empleos⁴.

Todo el proceso expansivo implicó un creciente endeudamiento de empresas no financieras y familias: éstas porque la vivienda se adquirían haciendo uso del crédito hipotecario y porque, en un clima de continuado crecimiento y creación de empleo, todo parecía deseable y posible; aquéllas porque el sector inmobiliario ofrecía expectativas muy positivas y porque los diferentes mercados se ensanchaban continuamente, dando vida a oportunidades empresariales múltiples. Ese apalancamiento figura en el cuadro n° 5.

⁴ Datos del INE: Encuestas de población activa.

**CUADRO Nº 5. APALANCAMIENTO DE EMPRESAS Y FAMILIAS**

	Empresas (% PIB)	Familias (% RDB)
2000	73,3	69,1
2001	80,8	72,8
2002	83,6	79,5
2003	86,1	88,1
2004	91,2	99,2
2005	100,0	111,0
2006	115,5	124,0
2007	125,0	130,6
2008	128,3	127,4
2009	131,3	125,8
2010	133,4	128,5
2011	131,6	124,7
2012	124,0	122,9
2013	112,1	116,5

Fuente: Datos del Banco de España.

Y así, con un endeudamiento que, en términos relativos, doblaba en 2007, al del año 2000, familias y empresas tuvieron que enfrentarse a un cambio brusco de ciclo, avizorado en 2007 pero claramente perceptible en 2008. Cambio de ciclo que ha dado paso a una gran recesión, caracterizada por la notable caída de la producción y el empleo, además de un incremento muy sustanciado de la deuda pública, tal y como revela el cuadro nº 1.

EL NECESARIO DESAPALANCAMIENTO DE HOGARES Y EMPRESAS NO FINANCIERAS

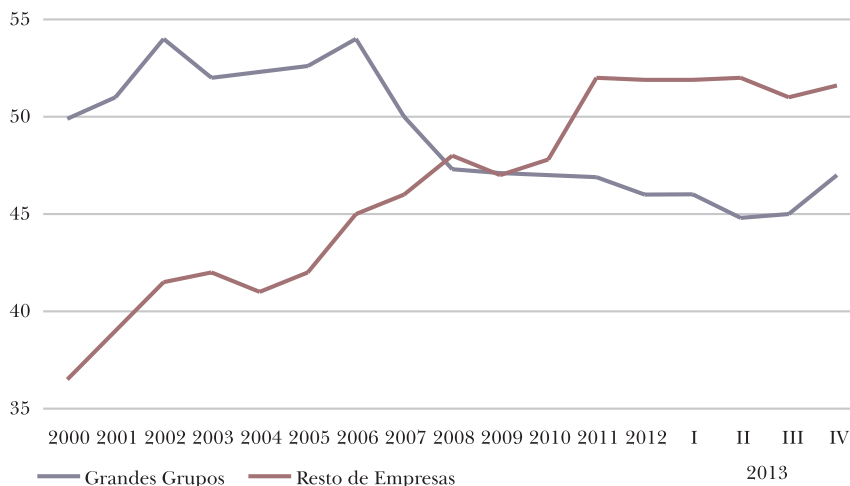
No se sabe, con certeza, cuál es la relación causal entre crisis financiera y endeudamiento privado; no se sabe, en suma, si la crisis financiera origina el endeudamiento privado o si es el excesivo endeudamiento del sector privado el causante de la crisis financiera⁵. Lo que sí no ofrece muchas dudas es que, en las circunstancias actuales de la economía española –lento y vacilante ritmo de actividad económica y elevada deuda pública– el desapalancamiento es una necesidad para el sector privado no financiero, desapalancamiento que ya se ha iniciado, tal y como se advierte en el cuadro nº 5, pero que debe continuar.

⁵ Recuérdese que el ciclo de inestabilidad financiera de H. Minsky parte del elevado endeudamiento del sector privado (Stabilizing an unstable economy, McGraw Hill, 2008, edición original de Yale University Press de 1986). Véase, en el mismo sentido, Eggerston, B y Krugman, P: «Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky – Koo Approach» (En red).



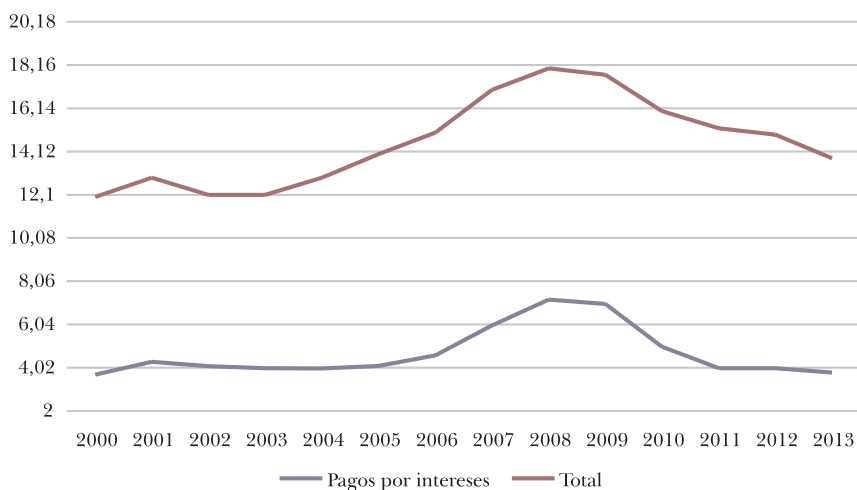
¿Por qué? En primer lugar porque, como se revelan en los gráficos que siguen, la carga de esa deuda es muy elevada.

GRÁFICO Nº 2. EMPRESAS NO FINANCIERAS: DEUDA SOBRE ACTIVO (%)



Fuente: Banco de España. Boletín Económico, abril 2014.

GRÁFICO Nº 3. HOGARES: CARGA FINANCIERA SOBRE RENTA BRUTA DISPONIBLE



Fuente: Banco de España. Boletín Económico, abril 2014.

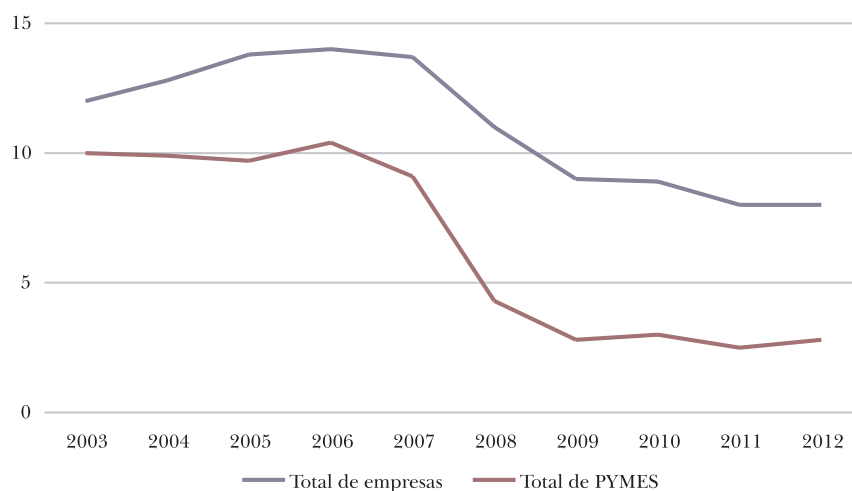


Por lo que a las empresas se refiere, la relación entre deuda y activo parece excesiva y mucho más si se distingue entre grandes grupos y resto de empresas, tal y como resalta el gráfico. Las grandes empresas han logrado disminuir la proporción y situarla, pese al último repunte, por debajo del 50% del valor de su activo; el resto de empresas, entre las que hay que suponer que predominan las pequeñas y medianas, se encuentran en peor situación porque el coeficiente se sitúa alrededor del 65%. En cuanto a los hogares, el gráfico resulta claramente revelador: sólo por intereses las familias deben el 4% aproximado de su renta bruta disponible pero si se toma en cuenta la carga total de la deuda –intereses más amortización del principal– el porcentaje se sitúa en el entorno del 14%.

En segundo lugar porque la capacidad para hacer frente a esa deuda es muy limitada, tanto para las pequeñas y medianas empresas como para la gran mayoría de los hogares.

Como se aprecia en el nuevo gráfico, la rentabilidad sobre recursos propios de las PYMES es muy baja y ha caído a plomo desde el comienzo de la crisis: antes de la gran perturbación se situaba alrededor del 10%; a partir del 2007 pero, muy especialmente, desde 2008, se mueve alrededor del 2%; lo que da idea de las limitadas posibilidades de ese grupo de empresas para llevar a cabo un proceso normal de desapalancamiento. Desde 2013 la rentabilidad se ha ido recuperando, reduciendo la vulnerabilidad financiera de las empresas.

GRÁFICO Nº 4. RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS



Fuente: Banco de España. Central de Balances 2012.

Buena parte de las familias españolas ha sufrido, en la fase recesiva, varios descabros. El primero de ellos tiene que ver con el efecto riqueza: su capacidad financiera se ha visto mermada tanto por la caída de las cotizaciones en bolsa como por la caída de



los precios de la vivienda. De 2007 a 2013 el IBEX ha perdido el 40% de su valor⁶ y los precios de las viviendas un 35%⁷. Y ese empobrecimiento afecta muy especialmente a su capacidad para reducir su endeudamiento. Como le afecta, y aquí hacemos referencia al segundo descalabro, la disminución de rentas derivada de la pérdida del empleo.

Desde finales del 2007 a finales del 2013, el número de ocupados en España ha experimentado un descenso de más de 3,6 millones⁸. Una destrucción muy rápida del nivel de empleo que, sin duda, tiene que ver con el efecto multiplicador del sector de la construcción porque a la conocida máxima francesa –cuando la construcción se expande, todo se expande– habría que añadirle la siguiente coda: cuando la construcción se desploma, todo se desploma. Y, por consiguiente, se desploma también la capacidad de los hogares para reducir su endeudamiento; y buena muestra de ello es el número de ejecuciones hipotecarias que se han tenido lugar desde el comienzo de la recesión.

En tercer lugar –problema que afecta más a las empresas pero que también obstaculiza el desendeudamiento de los hogares– porque la concesión de créditos bancarios ha disminuido muy considerablemente para ambos grupos, tal y como puede verse en el cuadro nº 6.

**CUADRO Nº 6. CRÉDITO BANCARIO
(TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL)**

Año	A sociedades no financieras	A hogares
2000	19,4	18,9
2001	14,5	15,1
2002	12,1	15,6
2003	13,5	18,7
2004	17,8	13,4
2005	25,4	21
2006	29,9	19,6
2007	19,5	12,5
2008	6,8	4,4
2009	-3,6	-0,3
2010	-1,0	0,7
2011	-4,2	-2,4
2012	-7,8	-3,8
2013	-9,4	-5,1

Fuente: Banco de España.

⁶ Datos de Infobolsa referidos al final de cada año.

⁷ Según el Índice de Precios de la Vivienda del INE. Compara 2007 con 2012.

⁸ Datos INE de las correspondientes EPAS.



Por lo que atañe a las sociedades no financieras, la restricción crediticia es atribuible a varios factores. A lo que podemos denominar el efecto tapón de la deuda pública: una proporción nada desdeñable de los activos bancarios son sus tenencias de deuda pública; a la disminución de la calidad crediticia de los demandantes, resultado del empeoramiento de sus balances; y a la huida hacia la calidad, intensificada en los momentos críticos y que ha dado lugar a que, en determinadas fases de la perturbación, las entidades crediticias prefirieran depositar sus excedentes de tesorería en el Banco Central Europeo, depósitos apenas remunerados, en lugar de conceder nuevos créditos.

No es necesario ahondar mucho en las razones de la disminución del crédito a los hogares porque la tasa de desempleo es suficientemente explicativa. Pero añádase, además, que el crédito al consumo ha disminuido sustancialmente, no sólo por la razón anterior –las familias más directamente afectadas dejan de demandar ese tipo de créditos– sino también porque la falta de expectativas actúa en el mismo sentido.

Como ya se ha señalado, la disminución del crédito bancario afecta mucho más a las empresas, especialmente a las PYMES, porque el crédito es el ingrediente necesario de la actividad empresarial – sin crédito su horizonte se oscurece irremisiblemente – y porque la dependencia de la financiación bancaria es, en España, muy elevada, tal y como se desprende del cuadro nº 7.

CUADRO Nº 7. FINANCIACIÓN BANCARIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS POR COMPARACIÓN CON LAS DE OTROS PAÍSES (% DEL TOTAL)

España	78%
Alemania	55%
Francia	45%
Reino Unido	35%

Fuente: Datos del Círculo de Empresarios, referidos a 2012.

Ahora bien, la astenia crediticia para los hogares también afecta a la actividad económica de algunos de ellos: los que dependen del trabajo autónomo. A finales de junio de este 2014, el conjunto de trabajadores autónomos – calificación distinta a la de «pequeño empresario» – superaba los 3 millones y suponía más del 18% de la población ocupada⁹. Y esos trabajadores, –o por lo menos una parte de ese colectivo– también necesitan financiación para mantener su actividad.

CRECIMIENTO Y FINANCIACIÓN

El desalancamiento constituye, como hemos visto, una necesidad para que empresas y familias reduzcan una pesada carga. La reducción de ese endeudamiento

⁹ Dato del Régimen Especial de Trabajadores Autónomos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.



puede seguir diferentes criterios y ritmos –en el informe trimestral de octubre de 2014 la Comisión Europea estima que el sector privado español debe reducir un 30% más su apalancamiento¹⁰–, pero no caben muchas dudas sobre la necesidad de reducirlo. Ahora bien, tampoco caben muchas dudas sobre un aspecto adicional: que ese ajuste resultará mucho más sencillo si se lleva a cabo en un clima más expansivo; lo cual conduce al tema de la recuperación económica.

¿Es posible la recuperación económica sin que el crédito fluya normalmente? Es posible pero, para la mayoría de los analistas, tal recuperación será lenta y superficial¹¹. Sin crédito fluido las empresas se encontrarán con muchas mayores dificultades para invertir y crecer y los hogares restringirán su consumo, especialmente el de bienes duraderos; todo lo cual se traducirá en un crecimiento limitado de la economía. Y, por supuesto, el desapalancamiento de empresas y hogares se efectuará de forma muy lenta y, en ocasiones, espasmódica. Mientras que en un clima de normalidad crediticia, el crecimiento se facilita, el empleo repunta, las deudas pueden reducirlo sin comprimir la inversión o el consumo y, en general, la recuperación se asentará sobre bases más firmes.

Y buena prueba de esa búsqueda de normalidad crediticia es, en España, el Anteproyecto de Ley XX/2014 de Fomento de la Financiación Empresarial (5/3/2014) del Ministerio de Economía y Competitividad. Un proyecto en el que se esbozan dos tipos de reformas: las que tienden a mejorar la financiación bancaria de las PYMES y las que buscan ampliar los canales de financiación a través de los mercados de capital.

En el primer caso se enumeran una serie de propuestas que van desde la obligación de la entidad financiera de notificar, con suficiente antelación, su intención de cancelar o reducir su crédito a la empresa, al reforzamiento de las sociedades de garantía recíproca o al nuevo régimen de los establecimientos financieros de crédito. No olvidemos que los problemas de financiación aquejan mucho más directamente a las pequeñas y medianas empresas que a las grandes dado que, a estas últimas, les es más fácil acudir, por diferentes vías, a los mercados internacionales.

El segundo bloque de propuestas abarca la financiación no bancaria, la que fluye a través de los mercados de capital. Y la razón alegada en el proyecto es la de evitar que las tensiones en los mercados interbancarios se traduzcan en reducciones de la financiación bancaria, una causalidad a la que ya hemos hecho referencia.

Todos estos temas son objeto de estudio, y de estudio detallado, en los trabajos que figuran en la presente publicación. Se analizan, por un lado, las dificultades con que tropieza la empresa española, en especial la mediana y pequeña, para disponer de financiación bancaria; se examina, por otro, el contexto en el que la financiación se produce y los problemas que pueden derivarse de la nueva regulación financiera y de la reestructuración del propio sistema financiero; y, finalmente, se lleva a cabo un estudio detallado de las diferentes vías de financiación a través de los mercados de capital.

¹⁰ EC: Quartely Report the Euro Area, octubre 2014.

¹¹ Véase, por ejemplo, Claessens, Kose y Terrones. «A Recovery Without Credit: Possible, But...» Vox, CPR's Policy Portal, 22/5/2009 (En red).



En un reciente trabajo sobre desapalancamiento¹² se afirma que los países periféricos de la Unión Monetaria Europea, entre los que España se encuentra, son los más expuestos a soportar las perturbaciones de los mercados financieros. Una razón de peso que resalta la importancia de este conjunto de trabajos.

¹² «Deleveraging? What deleveraging?», International Center for Monetary and Banking Economics, septiembre 2014 (En red).