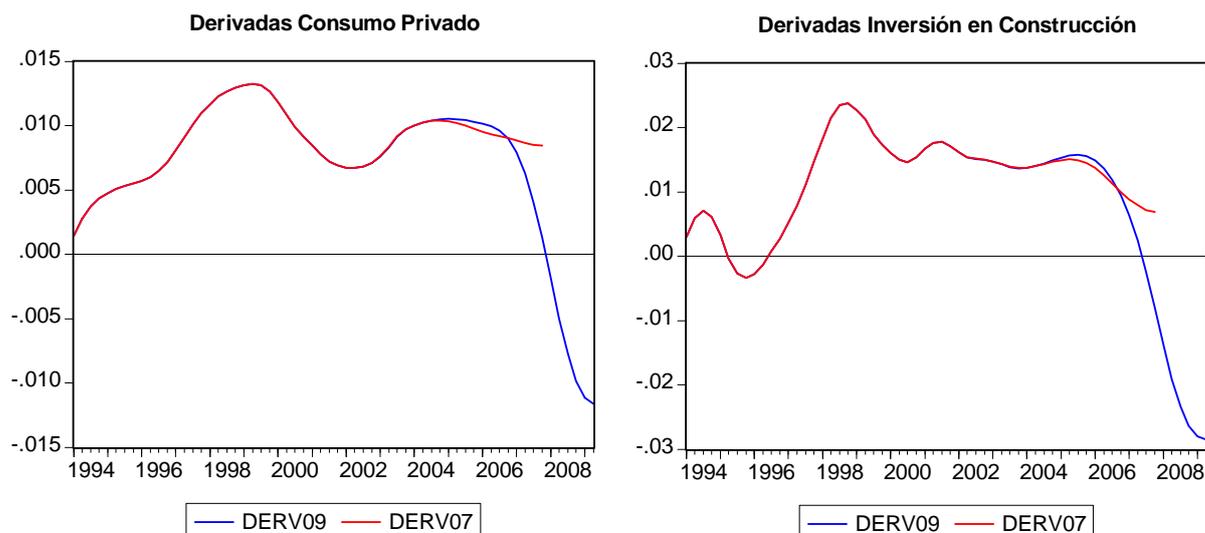


LA RECESION DE 2008

En la recesión de la economía española que se inició a mediados de 2008 se superponen dos procesos: Uno interno que presagiaba una desaceleración por el comienzo del fin del boom constructor ligado a la burbuja inmobiliaria y uno externo, de gran intensidad, ligado a la crisis bancaria internacional que, ante la crisis de confianza sobre la solvencia de los bancos, seca los mercados monetarios (los mercados interbancarios en donde los bancos se prestan entre si a corto plazo) y produce una severa restricción de créditos.

En los gráficos 2.4 del capítulo II (que reproducimos aquí como gráfico 8.1) vimos como con datos hasta finales de 2007 ya se observaba una desaceleración en los principales componentes de la demanda privada. En principio parecía una desaceleración suave, pero esto no significa que no hubiera podido conducir a una recesión al desatarse los procesos de realimentación que hemos discutido más arriba. Especialmente por el alto endeudamiento de familias y empresas. Pero antes de que se pudieran desatar esos procesos se produjo un shock financiero de gran intensidad, que además de cortar los circuitos de crédito puso de manifiesto las debilidades del crecimiento español de los lustros anteriores¹. El origen del shock financiero fue exterior, pero no se puede descartar que sin él no se hubiera podido producir un shock financiero interno si la burbuja inmobiliaria española hubiera estallado aún sin crisis internacional.

¹ Su excesiva dependencia de la actividad constructora, impulsada por la expansión demográfica asociada a la inmigración, una política monetaria muy expansiva y la revalorización continuada del suelo.



Gráficos 8.1

Durante los años 2000, principalmente en Estados Unidos, al socaire de una notable desregulación financiera (sobre todo en lo referido a la actividad de los bancos de inversión) se había producido un proceso de innovación (creación de nuevos títulos, derivados de crédito, emitidos por los bancos y entidades de financiación, muchos de ellos ligados a los créditos hipotecarios) destinada a aumentar los pasivos de los bancos y, en principio, a trasladar parte de sus riesgos a los tenedores de los títulos. El signo muy expansivo con el que se desarrolló la política monetaria durante la mayor parte de ese periodo no sólo propició la demanda de esos nuevos títulos por los gestores de ahorro, sino también el crecimiento de la demanda de viviendas financiadas a crédito. Los bancos estuvieron dispuestos a satisfacer esa demanda reduciendo notablemente sus exigencias para asumir riesgos: la expansión monetaria y la emisión de nuevos títulos proporcionaban los fondos para hacerlo y la idea de que trasladaban el riesgo a los tenedores de los derivados de crédito que ellos emitían les estimulaban a ser menos exigentes.

Pero la burbuja inmobiliaria explotó en Estados Unidos y el valor de miles de préstamos hipotecarios descendió drásticamente, porque el valor del activo real subyacente (la vivienda) pasó a ser menor que la deuda pendiente. Pero el sistema bancario internacional en su conjunto, y no pocos bancos en particular, mantenían un altísimo nivel de riesgo, por

haber estado financiando a agentes que habían suscrito masivamente derivados de crédito y a entidades especializadas en préstamos hipotecarios. En una primera instancia se derrumbó el mercado de derivados de crédito ante la incertidumbre sobre su valor por el salto en la morosidad hipotecaria. A continuación, y como consecuencia, algunos bancos vieron como parte de sus activos perdían valor por las dudas sobre su recuperación (hipotecas, derivados de créditos, préstamos a *hedge funds* y préstamos a sociedades hipotecarias). Ello proyectó algunas dudas sobre la solvencia de algunos bancos que podían tener un volumen considerable de activos de dudoso cobro y en los que parte del pasivo con el que habían financiado su enorme expansión crediticia era de una maduración no muy alta. Esto creó una profunda crisis de confianza en los bancos, incluso entre los propios bancos, lo que secó el mercado interbancario y creó una crisis de liquidez en muchas entidades bancarias. El alto grado de globalización financiera hizo que la crisis se propagara por todo el sistema bancario mundial.

ENTIDADES FINANCIERAS
Endeudamiento / VAB

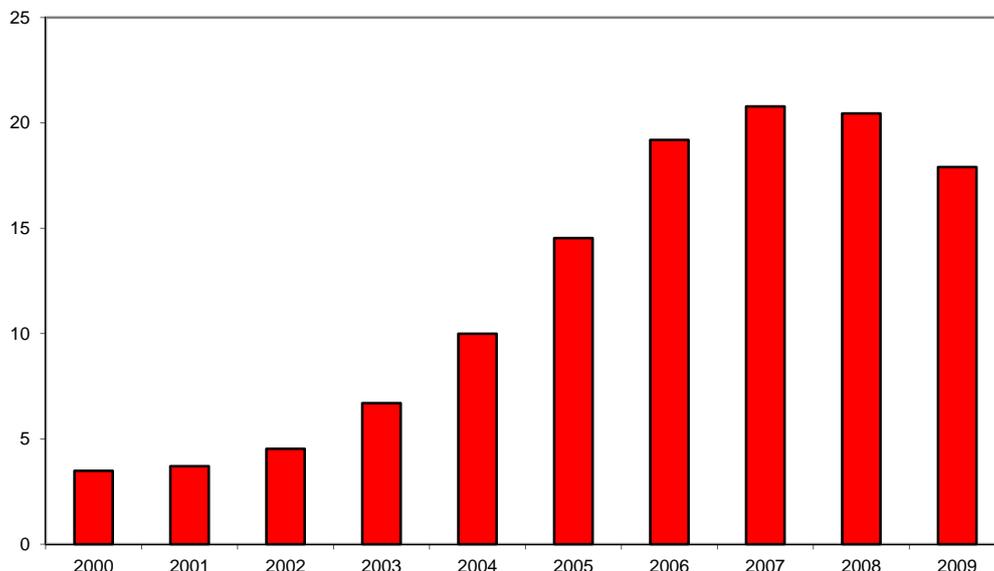
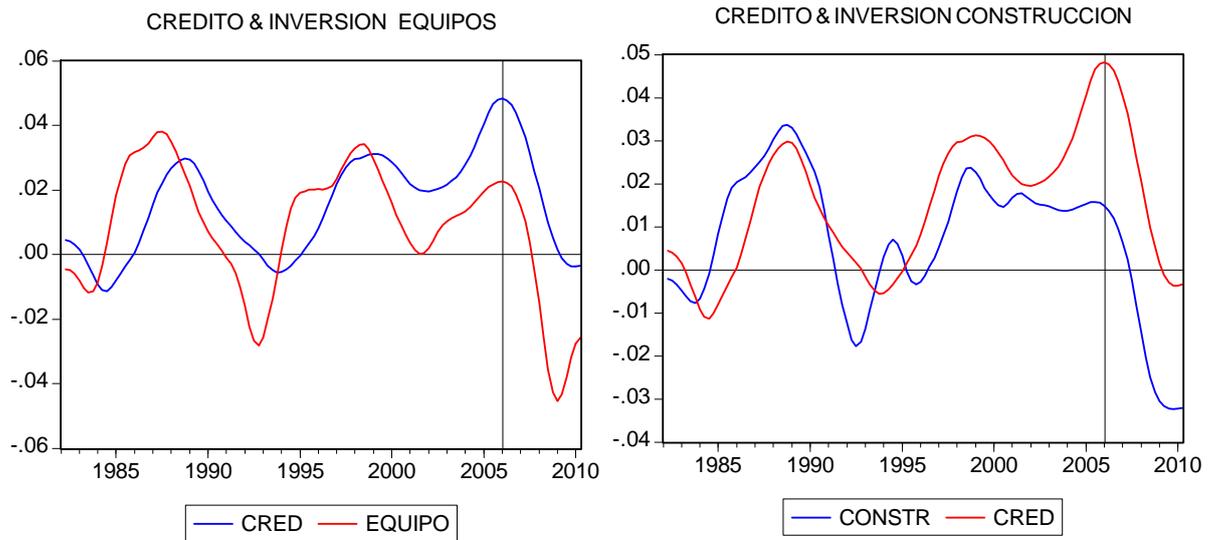


Gráfico 8.2

Y así llegó el shock financiero al sistema bancario español. Los bancos, que como vemos en el gráfico 8.2 (que reproduce el 3.7) habían aumentado enormemente su pasivo distinto de los depósitos, vieron reducidos su pasivo, L en la ecuación 3.13, al mismo tiempo que se explotaba la burbuja inmobiliaria española. Ya hemos dicho en el capítulo IV que las burbujas en los mercados de activos se producen por expectativas de revalorizaciones futuras y a ellas contribuye la permisividad proporcionada por bajos niveles de los tipos de interés y alta disponibilidad de crédito. Las expectativas se tuercen por la crisis americana y, por otra parte, la disponibilidad del crédito desaparece. Consecuencia de ello es que a la reducción de L se añade una reducción de θ por aumento de μ_{CR} , ante las dudas sobre la capacidad de pago de los prestatarios al estallar la burbuja inmobiliaria. Así se crea la restricción de créditos que ha operado con gran intensidad.

Ya hemos teorizado sobre las consecuencias de una restricción de créditos cuando se produce en un contexto fuertemente expansivo. Por un lado, la curva de oferta agregada se desplaza hacia la izquierda, se reduce la producción y el empleo, por los problemas para financiar el circulante. Por otro lado, la inversión empresarial se derrumba por la restricción de crédito, como se aprecia claramente en el gráfico 3.5 que reproducimos aquí en el gráfico de la izquierda de 8.3. La misma restricción de créditos y la explosión de la burbuja en el mercado inmobiliario contrajeron significativamente la inversión en la construcción (gráfico 8.3).



Gráficos 8.3

Se observa claramente en 8.3 que en ambos componentes de la inversión el cambio de signo de la evolución de los créditos que se produce a finales de 2007 precede el derrumbe de ambos gastos.

El parón productivo por los problemas de financiación y la inmediata caída de la demanda privada fue evidente desde principios de 2008. En el gráfico 8.4 observamos que la construcción se estaba desacelerando desde 2007 y se derrumba en 2008, pero la industria y los servicios cambian absolutamente de tendencia a principios de 2008 (especialmente acusado y rápido el cambio en la industria).

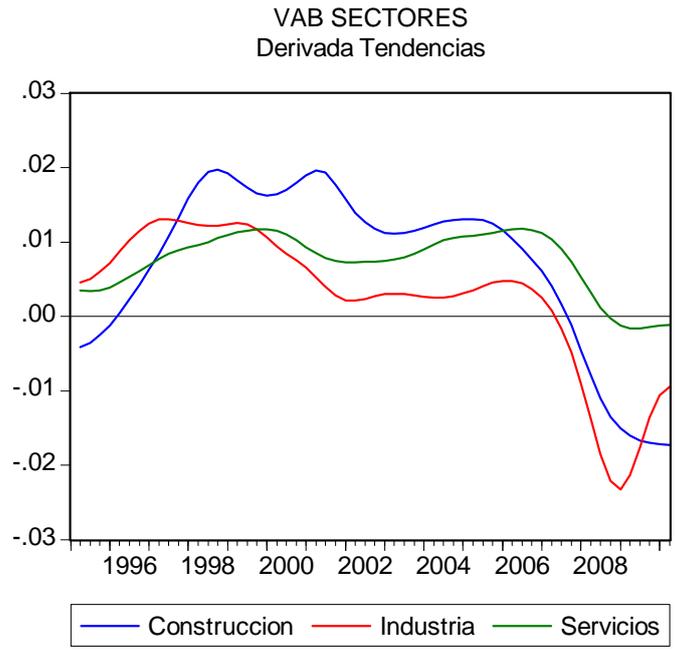


Gráfico 8.4

Todo ello produjo el hundimiento del empleo (gráfico 8.5). El número de activos ha tardado en desacelerarse pese a la crisis, no lo ha hecho hasta 2009, y la consecuencia de ambos hechos ha sido una elevación sustancial de la tasa de paro desde 2008 hasta alcanzar el 20%.

ACTIVOS, OCUPADOS & TASA DE PARO
(%)

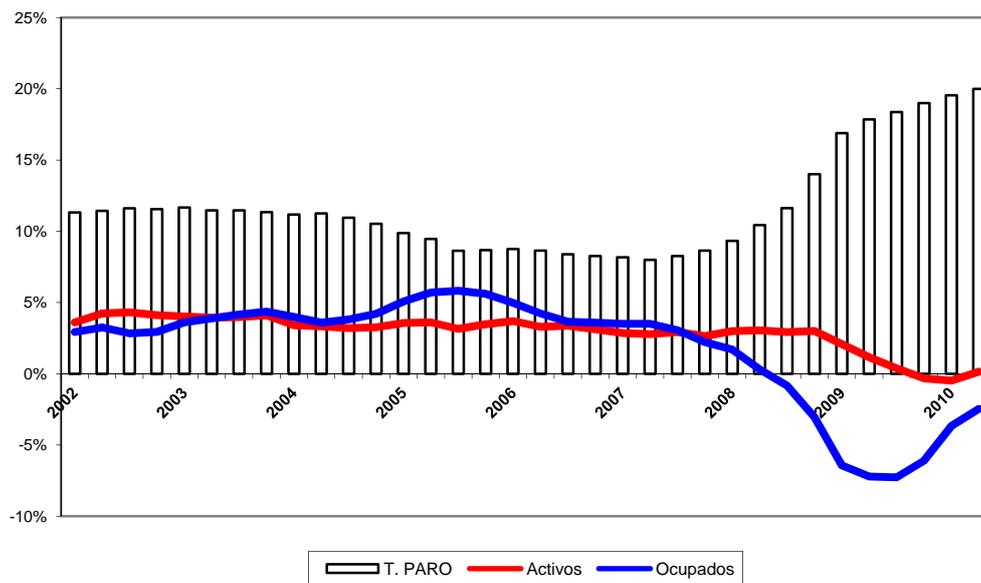


Gráfico 8.5

El aumento del paro y la caída del empleo han producido una elevación de la propensión a ahorrar de las familias en 2008, gráfico 8.6 que reproduce el 3.1, que se ha intensificado considerablemente en 2009. Como teorizamos en el capítulo III, μ_c ha experimentado un shock negativo como consecuencia del deterioro del mercado de trabajo. Lo que ha reducido aún más el nivel de consumo. El aumento en la propensión a ahorrar se ha visto impulsado por el alto nivel de endeudamiento de las familias que pone de manifiesto el gráfico 8.7, que reproduce el 3.2, y por la caída de su riqueza financiera neta que se aprecia en el gráfico 3.4 del Capítulo III.

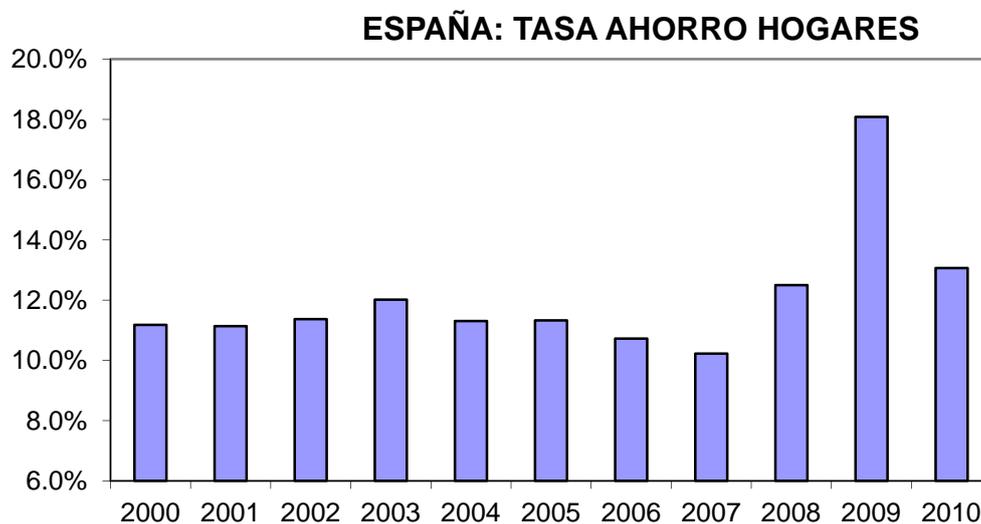


Gráfico 8.6

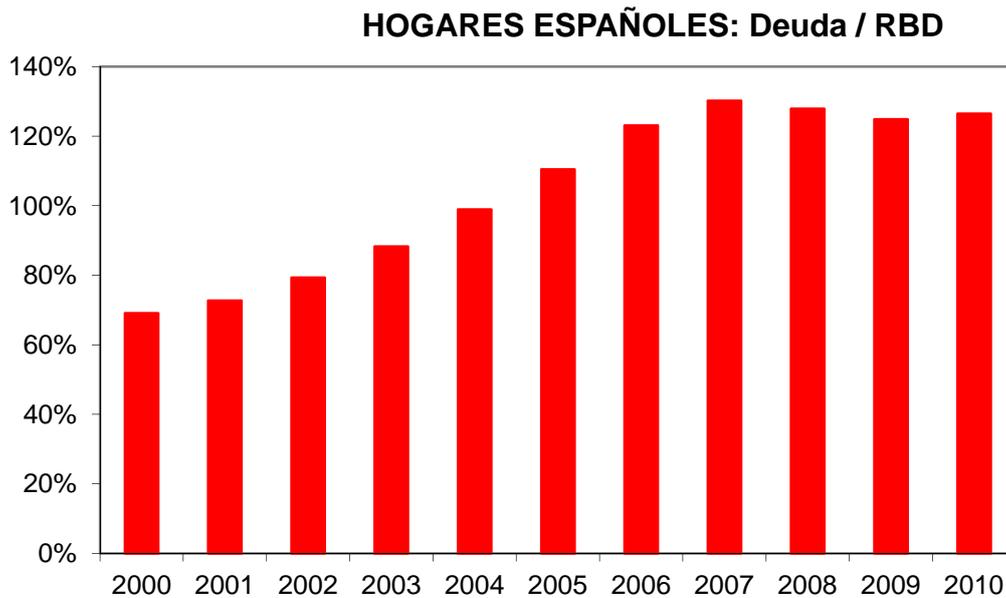


Gráfico 8.7

La dinámica negativa que se ha desatado se ve acentuada, además de por la caída de la propensión a consumir de las familias, por el alto endeudamiento de las empresas (ver gráfico 8.8 que reproduce el 3.6) que hace más sensible las decisiones reales de las empresas ante la caída en su capacidad de autofinanciación y por el deterioro de las expectativas. Esta dinámica puede estar produciendo una fuerte caída de la demanda de créditos, o lo va a hacer en un futuro muy próximo, lo que reducirá la restricción de créditos por la menor demanda de los mismos. Lo que significa que aunque se consolidara la mejoría en la confianza en el sistema bancario (gracias a las inyecciones de liquidez y las medidas para mejorar la solvencia de los bancos y cajas) y, con ello, la oferta de créditos se restableciera eso tardará en estimular la demanda agregada.

EMPRESAS. Deuda / EBE

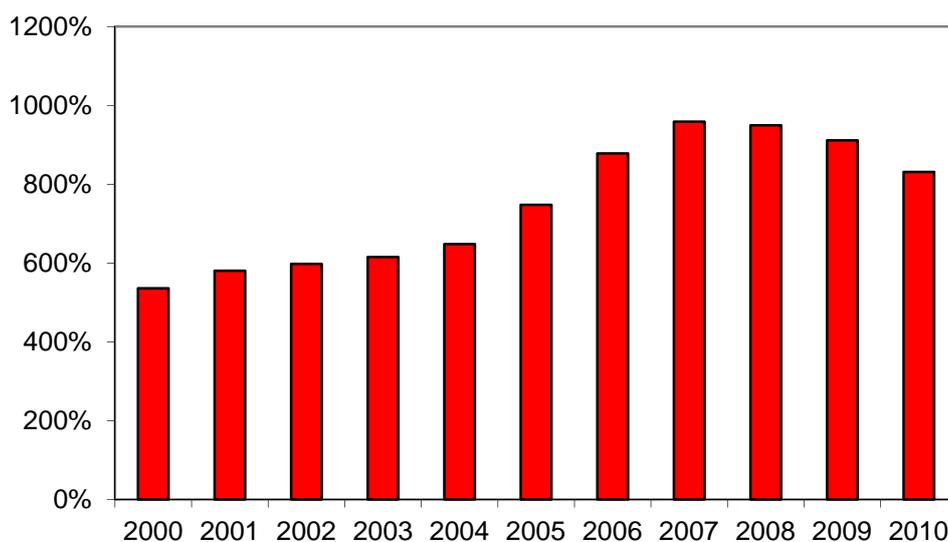


Gráfico 8.8

Pero esto no quiere decir que no sea importante que se restablezca de forma definitiva la solvencia bancaria. Es crucial para el futuro de la recuperación, pues sin ella los flujos de crédito no se restablecerán de forma permanente. Una fuente de preocupación es la cantidad de activos de mala calidad (préstamos hipotecarios y a promotores) que siguen teniendo los bancos y cajas, lo que puede atrasar la solución de los problemas de solvencia.

Aunque el signo excesivamente expansivo de la política monetaria tiene un origen internacional, como lo tiene el desmesurado apalancamiento de las entidades bancarias (reflejo de una deficiente supervisión bancaria), en España se han producido dos peculiaridades que hay que resaltar. Por un lado, el diferencial positivo de inflación que España experimenta con respecto al conjunto de la Unión Monetaria Europea hace que una misma política monetaria en la UME resulte más expansiva en España, por el menor tipo de interés real que implica. En el gráfico 8.9 se observa como durante buena parte del periodo 2000-2007 el tipo de interés real a corto fue negativo.

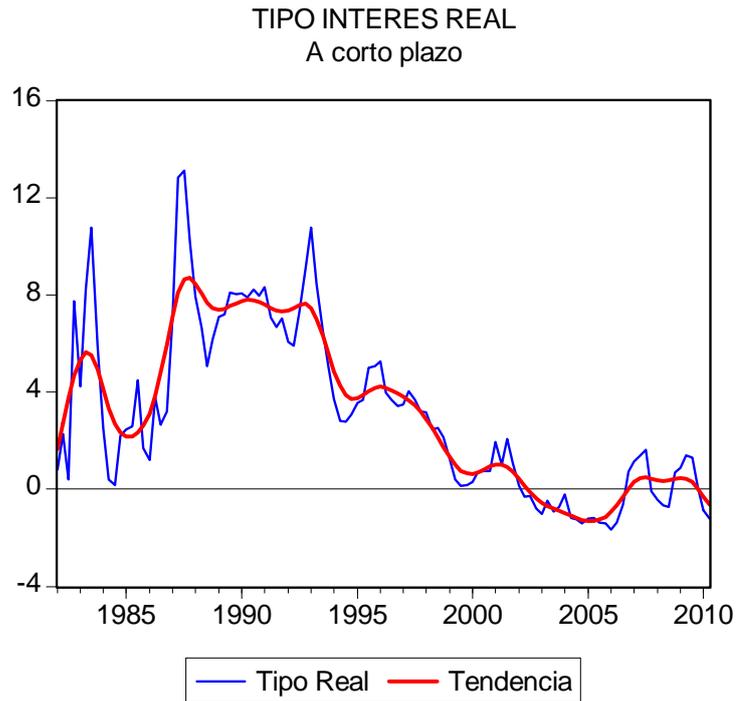


Gráfico 8.9

Por otro, que como muestra el gráfico 8.2, la supervisión bancaria española resultó también excesivamente laxa, lo que junto al enorme peso del crédito hipotecario por el boom constructor, crédito cuya calidad va a tardar en restituirse, sitúa al sistema bancario español en una situación más frágil de lo que pudiera haber producido su mejor supervisión.

Durante el rápido crecimiento entre 1998 y 2007 el empleo en la construcción creció considerablemente, muy por encima del resto de los sectores (gráfico 8.9), con una tasa interanual superior al 6% en casi todos los trimestres entre 1998 y principios de 2007 (y por encima del 10% en varios trimestres). El empleo industrial, por el contrario, apenas creció entre 2001 y 2007. Por tanto, la gran actividad constructora ha contribuido poderosamente a la elevación de la tasa de empleo durante los últimos 10 años, que como comentaremos en el capítulo IX explica la convergencia en renta per cápita con la Unión Europea (pese a la divergencia en productividad).

EMPLEO SECTORIAL 1998-2010

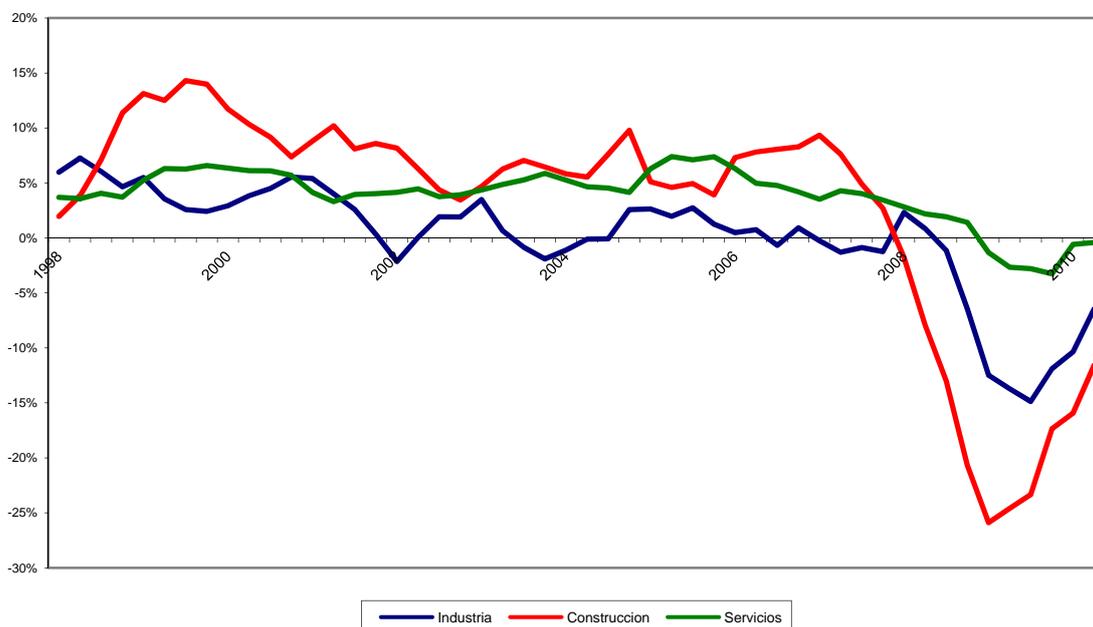
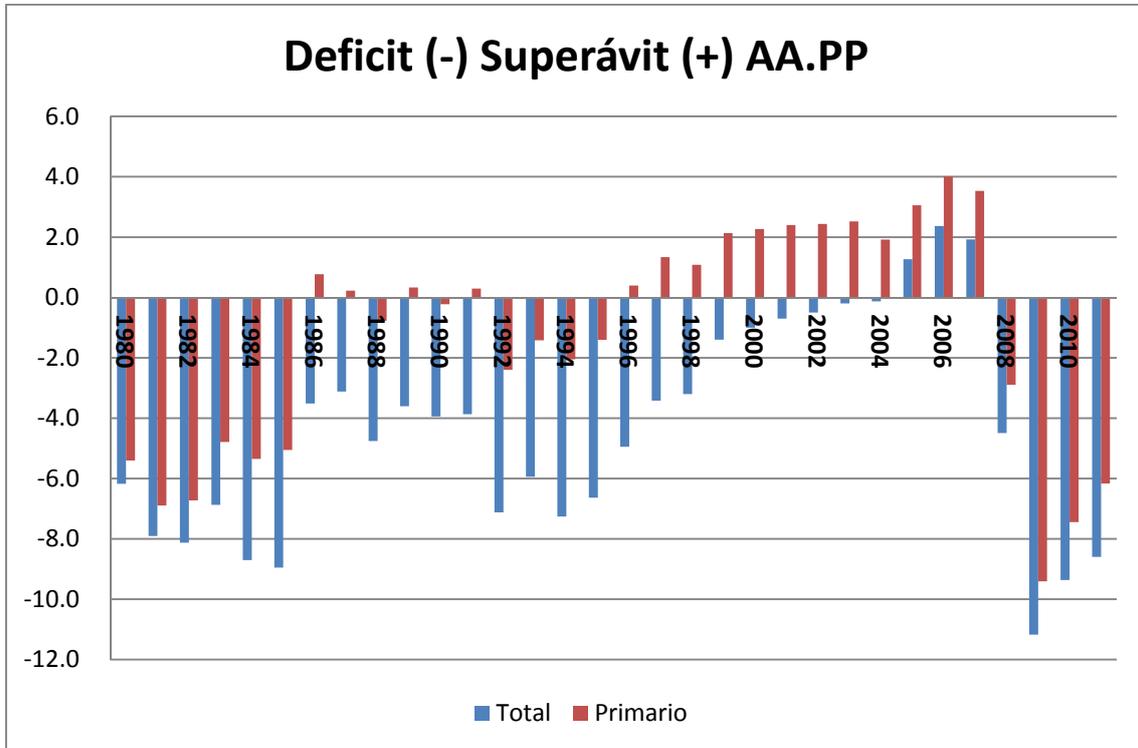


Gráfico 8.9

Se ha producido una expansión fiscal para apoyar la demanda agregada, consistente en programas de obras a nivel de los gobiernos locales y de aumento del gasto de apoyo a los parados. Dada las serias dificultades de las empresas para financiar su circulante, los efectos multiplicadores de esta expansión del gasto ha podido ser pequeña, aunque sí que ha tenido efectos transitorios sobre el empleo. Este mayor gasto y la fuerte reducción en los ingresos públicos por la caída en rentas y consumo, ha generado una sustancial elevación del déficit y un aumento del endeudamiento. Si los gastos que han aumentado en una mayor proporción fueran cíclicos (estuvieran fundamentalmente asociados al apoyo a los parados y a programas transitorios de obras) el restablecimiento de un superávit primario (aunque siguiera habiendo déficit total por los mayores gastos de intereses) sería relativamente sencillo y el crecimiento del endeudamiento se controlaría. Otra cuestión es, cómo parece, especialmente en las administraciones territoriales, que se hubieran aumentado gastos recurrentes no asociados a la recesión y que los ingresos fiscales asociados al boom inmobiliario, que son cíclicos y no reproducibles, hayan sido sustanciales. Como consecuencia de ello, al

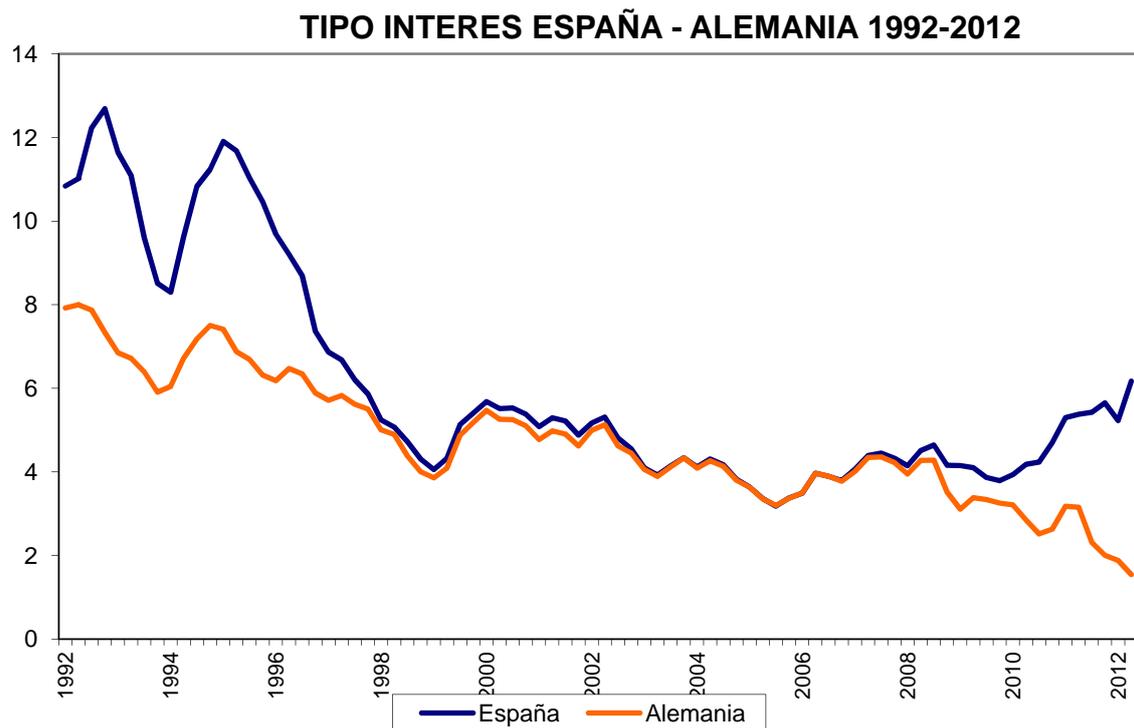
estallar la burbuja los ingresos fiscales del conjunto de las administraciones públicas españolas han caído espectacularmente. Por ello, el elevado déficit público español tiene un fuerte componente no cíclico, con lo que no se puede esperar que la recuperación conduzca por sí sola a un superávit primario.



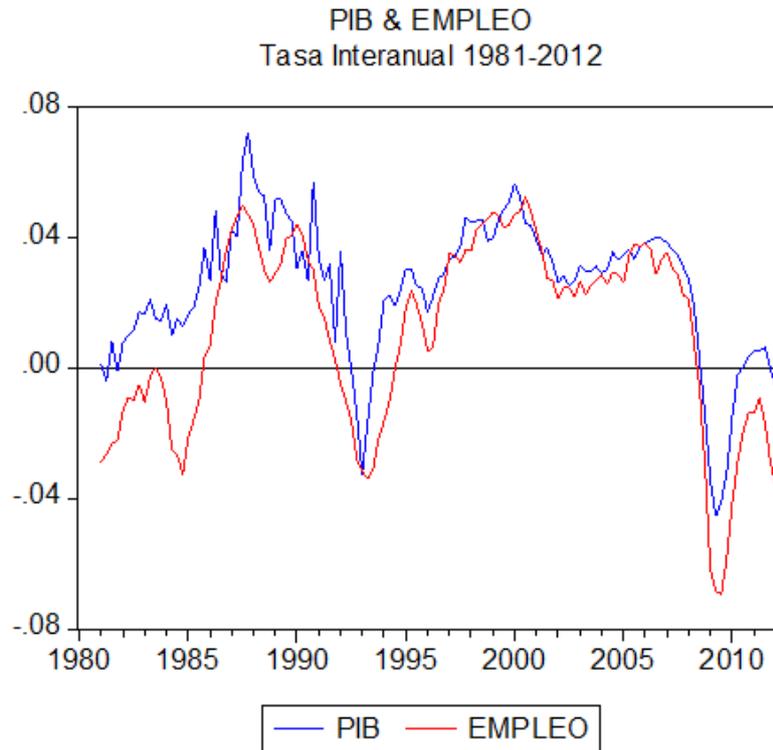
Pero las finanzas públicas españolas han recibido un nuevo shock en 2011, al aumentar considerablemente la prima de riesgo exigida sobre los títulos públicos españoles. Puede discutirse la justificación de esta desconfianza sobre el riesgo del Reino de España como emisor de títulos públicos, pero se ha producido un auténtico contagio de los problemas reales que tienen Grecia e Irlanda y, como consecuencia, Portugal. Grecia tiene un serio problema de desequilibrio estructural de sus cuentas públicas² e Irlanda cometió el error de echar sobre los hombros de las cuentas públicas los desequilibrios de unos bancos que habían crecido de forma desmesurada para el tamaño de esa economía. España tenía un endeudamiento pequeño cuando estalló la crisis en 2008, pero su saldo

² Si no hubiera ocultado información fiscal y no hubiera tenido la cobertura de la Eurozona los mercados no hubieran permitido llegar a dónde ha llegado.

presupuestario pasó en dos años de un superávit de 1,5% del PIB a un déficit superior al 11%. Este cambio brusco y los problemas de solvencia de varias entidades bancarias españolas, como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria (y crediticia), cuando se había vendido la idea de la robusta salud del sistema bancario español, han creado una enorme desconfianza sobre la capacidad de España para hacer frente a sus deudas.



Desde mediados de 2011 las medidas fiscales para avanzar en la consolidación fiscal han producido una nueva recesión sin que hubierasalido de la anterior (“double deep recession”):



Puede decirse que se ha producido un nuevo shock que ha cambiado la tendencia de los principales agregados macroeconómicos:

