

UNIVERSIDAD FACULTAD DE CIENCIAS  
POLITÉCNICA DE LA EMPRESA  
DE CARTAGENA

# DE LA CRISIS FINANCIERA A LA CRISIS DE DEUDA

## Análisis Comparativo



**JOSE LUIS MECA RUIZ**

**Directora: Dra. María del Mar Vázquez Méndez**

Trabajo de fin de Grado para la obtención del  
título de Graduado en Administración y Dirección  
de Empresas

CURSO 2012-2013



U P C T

**FACULTAD DE  
CIENCIAS DE LA  
EMPRESA**

## Resumen

Este trabajo tiene como objetivo estudiar el problema de la deuda soberana. España ha visto como su deuda ha aumentado de forma alarmante desde el comienzo de la crisis, allá por el año 2007, llegando a rozar el 90% del PIB. Deuda y crisis se retroalimentan: el déficit que genera la crisis se financia con más deuda y ésta, a su vez, supone un lastre que aumenta el periodo de recuperación. En este análisis, haremos un repaso de las cinco grandes crisis a lo largo de la historia con el fin de analizar medidas para afrontar la actual crisis de deuda

Aun así, el problema no solo se encuentra en los números. Uno de los principales factores que dificultan la recuperación es la falta de confianza en nuestro sistema financiero. Este problema suele ser uno de los mayores retos para la clase política, por ello en las próximas páginas se van a analizar las medidas y estrategias políticas llevadas a cabo por parte de los gobiernos durante otras grandes crisis de la historia mundial.

**Palabras Clave:** Deuda Soberna, Apalancamiento, Desapalancamiento, Déficit, Crisis de Deuda, Prima de Riesgo.

## Abstract

This work aims to study the problem of sovereign debt. Spain has seen its debt has increased dramatically since the beginning of the crisis, back in 2007, reaching the 90% of GDP. Debt and crisis got feedback: the deficit generated by the crisis it is financing with more debt and this, in turn, it is a burden that increases the recovery period. In this analysis, we review the five major crises throughout history in order to analyze measures to overcome the debt crisis

Even so, the problem is not only in the numbers. One of the major factors hampering recovery is the lack of confidence in our financial system. This problem is usually one of the biggest challenges for the political class, so in the following pages we will analyze policy measures and strategies implemented by governments during the five biggest crisis in world history.

**Keywords:** Sovereign Debt, Leverage, Deleveraging, Debt Crisis, Deficit, Risk Premium.

## Contenido

Introducción .....	5
Capítulo I: “Marco teórico” .....	7
1.1 Definiciones. ....	7
1.2 Un comienzo protagonizado por la Crisis Financiera .....	8
1.3 Efectos de la Crisis Financiera en la economía real.....	9
1.3 Relación entre Crisis Financiera y Crisis de Deuda.....	10
1.4 Crisis Financiera en el Modelo IS-LM.....	10
1.5. La restricción presupuestaria del sector público. Variables que influyen en el déficit presupuestario.....	12
1.6. Impuestos actuales frente a impuestos futuros .....	14
1.7. La evolución del cociente Deuda/PIB .....	15
1.8. La tasa de endeudamiento a largo plazo .....	16
1.9. Teorías sobre la deuda. ....	19
Teoría clásica de la deuda pública.....	20
Teoría de la Equivalencia Ricardiana.....	20
Teoría Keynesiana .....	22
1.10. Crisis de Deuda.....	22
Capítulo II: “Repaso a algunas Crisis de Deuda a lo largo de la historia” .....	25
Seis ejemplos de reducción de una elevada deuda pública .....	25
España durante el siglo XIX.....	25
Alemania después de la primera guerra mundial .....	25
Francia después de la primera guerra mundial .....	26
Reino Unido después de la primera guerra mundial.....	27
Estados Unidos después de la segunda guerra mundial .....	27
Crisis de Iberoamérica .....	28
Capítulo III: “Las Cinco Grandes Crisis” .....	29
JAPÓN.....	29
ESPAÑA.....	31
SUECIA Y FINLANDIA .....	33
NORUEGA .....	35
COMPARANDO DATOS .....	36
Capítulo IV: “LOS SEIS INDICADORES DE LA CRISIS” .....	42

Capítulo V: “Limitaciones de la Zona Euro” .....	55
Conclusiones.....	58
Bibliografía .....	60

## Introducción

El sistema financiero es clave para el funcionamiento de una sociedad y de una economía, y la confianza en él fundamental para que existan relaciones comerciales, y se creen empresas, renta y riqueza. La economía no es una ciencia exacta, muchas de las decisiones tomadas por las empresas y personas son apoyadas con la esperanza de que salgan bien, a través de la confianza. En materia económica, la falta de esa confianza en el mercado puede acelerar las recesiones y paralizar los mercados de crédito (George Akerloff y Robert Shiller, 2009).

España vivió durante años una etapa de prosperidad económica, un período dónde no se llevó a cabo ningún plan de ajuste en los desequilibrios de su economía y que la crisis financiera del 2008 dejó entrever. Las medidas tomadas por España a partir de entonces no han sido suficientes para paliar los estragos de una crisis que se ha visto reflejada en los altos niveles de desempleo, deuda y déficit.

La Unión Europea tampoco ha sabido responder con rapidez. Las limitaciones de la Eurozona y su política fiscal son más que evidentes. Esta falta de eficiencia para estabilizar los mercados ha puesto de manifiesto la necesidad de reformar el pacto y llevar a los países europeos a un verdadero compromiso fiscal.

Las dudas sobre la situación financiera Griega colocaron a países europeos como Irlanda, Portugal, Italia y España en continuos debates sobre la vulnerabilidad del euro frente a la crisis. Estas tensiones provocaron inestabilidades en los mercados que se vieron representadas en las altas cifras de la prima de riesgo española, que en más de una ocasión, presagió una intervención como las vívidas durante el año 2011 en Grecia, Portugal e Irlanda.

Con estos antecedentes, el principal objetivo de este trabajo es analizar algunas de las más importantes crisis de deuda vividas a lo largo de la historia, haciendo énfasis en las características de los países que soportaron la crisis, qué variables influyeron en su recuperación y comparándolas con la actual crisis financiera y de deuda soberana que vive nuestra economía. Para ello el trabajo se estructura de la siguiente forma:

- Un primer capítulo que nos servirá de marco teórico donde explicaremos el concepto de deuda y su comportamiento.
- En el capítulo II nos centraremos en dar un repaso sobre algunas de las crisis de deuda más importantes de la historia.
- Durante el capítulo III analizaremos las Cinco Grandes Crisis y nos basaremos en los seis indicadores de McKensey (2012) para realizar nuestro análisis comparativo con la crisis actual.
- El capítulo IV estudiaremos las limitaciones de la Zona Euro que han restringido las herramientas económicas para combatir la crisis.
- Y por último, las conclusiones basadas en nuestro análisis anterior.

## Capítulo I: “Marco teórico”

### 1.1 Definiciones.

- El **Déficit Público** es la diferencia negativa entre los ingresos y gastos públicos durante un período determinado de tiempo, que suele ser de un año. Los gastos públicos hacen referencia a todos los gastos del estado: personal, materiales, servicios, inversiones, intereses de la deuda etc., mientras que los ingresos están compuestos en su mayoría por los impuestos.
- El **Déficit Primario** es el déficit público que tiene lugar sin incorporar las cargas financieras del endeudamiento público. Por lo tanto, el déficit primario de un país sería la diferencia entre los ingresos y gastos públicos sin contar los intereses de deuda. Es una medida más exacta que la anterior para calcular el déficit de un país, ya que revela los efectos de las medidas fiscales sobre la deuda neta.
- **Deuda soberana** es la deuda pública de un país que mantiene frente a sus acreedores en el mercado. Estos acreedores pueden ser países, bancos, empresas, etc. Es usado muchas veces como recurso para suplir la falta de dinero y captar fondos con la premisa de devolverlo a un tasa y tiempo estipulados.
- **Apalancamiento** es un ratio que mide la relación entre los activos y el capital.

$$\text{Coeficiente de apalancamiento: } \frac{\text{Activos}}{\text{Capital}}$$

Un alto grado de apalancamiento puede significar grandes pérdidas o ganancias. Por ejemplo: Imaginemos dos bancos, ambos con balances diferentes y activos por valor de 100 euros. Cada uno usará diferentes formas de financiación, el Banco “A” financiará 20 euros con su propio capital y los otros 80 los pedirá prestados y el Banco “B” financiará 10 euros con su propio capital y 90 a través de un préstamo.

	<b>Activos</b>	<b>Pasivos</b>	<b>Capital</b>	<b>Apalancamiento</b>
Banco 1	100	80	20	5
Banco 2	100	90	10	10

El coeficiente de apalancamiento del Banco “A” es de 5 (100/20) y el coeficiente de apalancamiento del Banco “B” es de 10 (100/10). Ahora



imaginemos que el valor de los activos bajase de 100 a 80. El Banco “A” sigue siendo solvente porque puede absorber la pérdida de 20 con su propio capital. Sin embargo, el Banco “B” es insolvente. En definitiva, si cae el valor de los activos, el banco puede volverse insolvente. Por otro lado, el **Desapalancamiento** es lo contrario al Apalancamiento y consiste en reducir el nivel de endeudamiento.

- La **Prima de riesgo** es la diferencia en puntos básicos (1% equivale a 100 puntos básicos) entre el tipo de interés que se paga por la deuda pública de un país y el tipo de interés de otro. Se tomará como referencia el país con menos interés de deuda (en el caso de Europa es Alemania).

## 1.2 Un comienzo protagonizado por la Crisis Financiera

La crisis financiera comenzó a mediados del año 2007 con el estallido del mercado de las hipotecas *subprime*, hipotecas con un nivel de riesgo de impago mayor al resto, debido a un conjunto de desequilibrios:

- Sobrevalorización de activos inmobiliarios.
- Excesiva aceptación de riesgos.
- Fallos en las mediciones.

Un pesimismo económico inundó la bolsa de Nueva York que se hacía eco de las mediciones de los activos inmobiliarios realizadas por las famosas agencias de rating. Los inversores dejaron de comprar bonos por miedo a pérdidas, el colapso fue inminente. Como cita José Carlos Díez (2013), página 31: *“Ésta no es la primera crisis de deuda de la historia, ni será la última. Pero en esta ocasión lo novedoso es que por vez primera la deuda está en manos de pequeños inversores, que disponen de información completa las veinticuatro horas al día y de perfecta movilidad de capitales. Y cuando a estos inversores algo no les gusta y temen por sus ahorros, entran en internet y cambian su fondo de inversión, así de simple”*.

Los bancos estadounidenses vieron en 2008 como sus fuentes de financiación escaseaban, como pusieron de manifestó las quiebras de Lehman Brothers y Bear Stearns. Además, la crisis financiera hizo que otras muchas entidades bancarias obtuvieran pérdidas mayores a las previstas por lo que redujeron drásticamente la concesión de créditos.

La intensidad de la crisis afectó a casi todas las economías avanzadas y los mercados emergentes a través del comercio, donde parte de los créditos subprime fueron vendidos por los prestamistas, transfiriendo el riesgo. Como apuntaba José Carlos Díez (2012), *“la globalización vuelve a las economías más eficientes pero también infinitamente más vulnerables al contagio”*.

En España el fenómeno de la crisis se produjo de una manera diferente. A finales del 2006, el sector de la vivienda en España empezó a dar señales de agotamiento. A pesar de esto, durante el 2007 se empezaron a construir 700.000 viviendas, superando el número de viviendas en construcción de los países de la Eurozona. Un año más tarde, los precios de la vivienda empezaron a desplomarse.

La Banca Española se vio muy afectada desde el principio. En el año 2006, nuestros bancos habían captado 100.000 millones de euros en títulos y cédulas hipotecarias, convirtiéndose en el segundo país europeo emisor de estos activos tras Alemania. Estos instrumentos constituyeron el principal canal de financiación del país, siendo uno de los motivos por lo que resultó tan afectado.

Hasta el año 2007, nuestros bancos emitían esas cédulas hipotecarias. A finales de ese año nuestros bancos vieron como su capacidad de emisión de estos activos se reducía significativamente. Cuando se cerró el grifo de crédito, la burbuja inmobiliaria pinchó, entrando en una Gran Recesión.

### **1.3 Efectos de la Crisis Financiera en la economía real.**

La crisis financiera afectó a la economía real a través de tres canales principalmente. Por una parte, la caída en el valor de los activos provocó la quiebra de algunos bancos y los que sobreviven tienen que proceder al despalancamiento. ¿Cómo?

- Tienen que conseguir más capital, pero esto es difícil porque con la crisis la gente no tiene interés en invertir en un banco.
- Reducen el número de préstamos concedidos: no se conceden nuevos préstamos y no se renuevan los que vencen.
- Venden otro tipo de activos líquidos al precio que sea, por lo que el valor de los activos cae todavía más.

Por otra parte, la caída de la bolsa, que ya venía empujada por la caída de los precios de la vivienda, reduce el valor de la riqueza de las familias, y por tanto, el consumo.

Cualquier acontecimiento que afecte al valor de los activos y por tanto el capital de los bancos, afecta a través de la demanda de inversión y, por tanto, al crecimiento del PIB real.

Un shock relativamente pequeño en el valor de los activos se amplifica por el elevado apalancamiento, produciendo pérdidas en el capital de los bancos. Esto eleva el interés que tienen que pagar las empresas por los préstamos, por la caída de la inversión.

### **1.3 Relación entre Crisis Financiera y Crisis de Deuda**

Las crisis financieras y las crisis de deuda suelen estar muy relacionadas. Según Kenneth Rogoff (2011) en su informe “Nightmare on Kaiserstrasse”, una elevada deuda, tanto pública como privada, suele ser la razón por la cual las recesiones tras las crisis financieras son tan profundas.

Los gobiernos suelen ver en reiteradas ocasiones el endeudamiento como una solución para acabar con la crisis financiera. Una de las causas de esta relación es que las crisis financieras producen problemas de liquidez y pérdidas de activos. Un ejemplo claro fue el endeudamiento de los países europeos tras la crisis financiera de la Primera Guerra Mundial, un momento histórico clave donde Europa había perdido gran cantidad de activos tales como elementos de transporte, edificios, infraestructuras...

Después de una profunda crisis financiera, algunos países terminan por encontrarse en situaciones de deuda insostenible. Por supuesto, esto no quiere decir que todos los países tras una crisis financiera no puedan pagar su deuda (países muy integrados en los mercados financieros y en el comercio internacional son más propensos a pagar su deuda). Aún así, la mejor solución en estos casos podría ser aumentar la inflación porque de esta forma el valor de la deuda en términos reales disminuye y es más fácil de devolver.

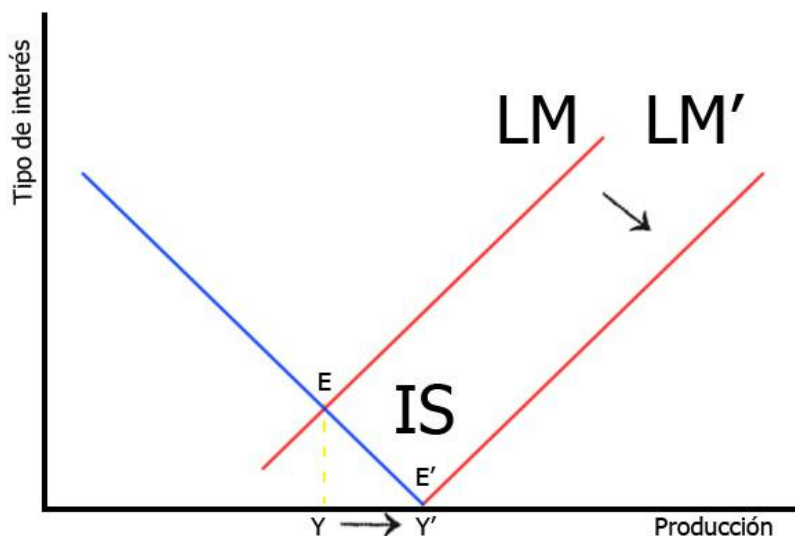
### **1.4 Crisis Financiera en el Modelo IS-LM.**

La política monetaria llevada a cabo por el BCE no ha conseguido acabar con la crisis financiera en España por el momento. Desde agosto del 2007, el BCE ha inyectado liquidez al mercado financiero y comprado deuda. Se trata de una política

monetaria expansiva que podemos representar utilizando el gráfico del modelo IS-LM. Así, en el Gráfico 1 podemos ver un desplazamiento de la curva LM hacia la derecha, pasando la economía del punto E al E'. Con esta política intentaban que los bancos “moviesen” dinero y sanearan sus balances. A partir de agosto del 2008, por miedo a tendencias inflacionistas, el BCE pasó al reparto de liquidez a un tipo fijo de interés.

Los bancos centrales de otros países pasaron entonces a aplicar un fuerte aumento de la oferta monetaria en circulación (el denominado quantitative easing de la Reserva Federal). Este aumento de la cantidad de dinero en circulación trataba de evitar la caída del consumo y la profundización de la recesión. Desgraciadamente, los bancos usaron ese dinero para tapar sus propias deudas en vez de invertirlo e intentar sanear la economía.

### Gráfico 1 – Representación de la política monetaria expansiva en el modelo IS-LM

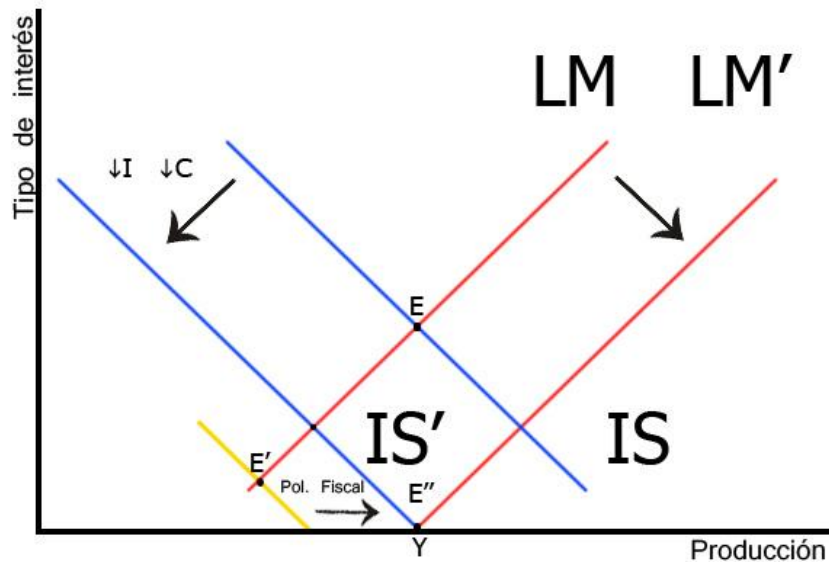


*Fuente: Elaboración Propia*

Al desplazarse la LM a la derecha, debería aumentar la producción y disminuir el tipo de interés. Pero la economía ha caído en la trampa de la liquidez, una situación en la que la demanda de dinero es totalmente elástica respecto al tipo de interés, los incrementos en la oferta monetaria no consiguen reducir los tipos de interés que ya están a un nivel excesivamente bajo. Al no poder reducir los tipos de interés no se consigue aumentar el consumo o la inversión y las restricciones crediticias de los bancos impiden la recuperación. Podemos representarlo en el Gráfico 2.

Además si tenemos en cuenta que simultáneamente, en los mercados de bienes ha habido una importante reducción en el consumo y en la inversión (sobre todo en viviendas). Esto habría desplazado la IS hacia la izquierda.

### Gráfica 2 – Trampa de la Liquidez



*Fuente: Elaboración Propia*

Al principio de la crisis se produce una gran caída del consumo y la inversión, desplazando la IS a la izquierda hasta el E'. El gobierno reacciona aplicando una política fiscal expansiva que hace amortiguar la caída de la economía desplazando la IS hasta el punto E''. La LM se desplaza hasta la LM', el tipo de interés cae hasta casi 0. La política tradicional no funciona.

### 1.5. La restricción presupuestaria del sector público. Variables que influyen en el déficit presupuestario.

El déficit presupuestario existente en un año  $t$  puede expresarse como<sup>1</sup>:

$$\text{déficit}_t = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

$B_{t-1}$  es la deuda pública existente al final del año  $t-1$

$rB_{t-1}$  representa los intereses reales pagados por los bonos del estado en circulación, es decir, los intereses que hay que pagar por la deuda pendiente.

$r_t$  es la tasa de interés real.

<sup>1</sup> Ver Blanchard, Oliver. (2006). Macroeconomía, 5ª Edición. "La elevada Deuda".

$G_t$  es el gasto público en bienes y servicios en el año  $t$

$T_t$  es igual a los impuestos menos las transferencias en el año  $t$

Esta ecuación tiene dos características:

1. Expresamos los intereses en términos reales, no considerando los pagos de intereses en términos nominales, sino en pagos de intereses reales, es decir, el tipo de interés de la deuda existente es el tipo de interés real, definido como el interés nominal menos la tasa de inflación.
2.  $G$  no comprende el pago de intereses, sino el gasto público en bienes y servicios.

Cuando un gobierno tiene que hacer frente a un déficit presupuestario, en ocasiones puede pedir al banco central que lo financie. En este caso, lo que hace el gobierno técnicamente es **vender bonos al banco central**. Otra opción es **vender bonos a inversores privados**.

Las medidas oficiales del déficit presupuestario se calculan sumando los intereses nominales,  $iB$  y el gasto público en bienes y servicios  $G$ , y restando los impuestos, una vez descontadas las transferencias,  $T$ :

$$\text{Medida oficial del déficit} = iB + G - T$$

Esta ecuación es un indicador de la **variación de la deuda nominal**. Si es positiva, el sector público está gastando más de lo que ingresa y, por tanto, debe emitir deuda. Si es negativa, el estado amortiza parte de la deuda existente.

Podemos deducir, si  $B$  es la deuda y  $\pi$  es la tasa de inflación que la medida oficial del déficit sobreestima la medida correcta en una cuantía igual a  $\pi B$ . La medida correcta del déficit ajustado para tener en cuenta la inflación es, en realidad igual a:

$$iB + G - T - \pi B = (i - \pi) B + G - T = rB + G - T$$

La diferencia entre la medida oficial del déficit y la correcta es igual a  $\pi B$ . Por tanto, cuanto más altas sean la tasa de inflación ( $\pi$ ) o el nivel de deuda ( $B$ ), mas imprecisa es la medida oficial del déficit.

**La restricción presupuestaria del sector público** establece simplemente que el aumento experimentado por la deuda pública durante el año  $t$  debe ser igual déficit existente en el año  $t$ :

$$B_t - B_{t-1} = \text{déficit}_t$$

Si el sector público incurriera en déficit, la deuda pública se vería aumentada. Si fuese al contrario, si el sector público tuviese un superávit, la deuda pública disminuye. Sabiendo esto, podemos expresar la restricción anterior como:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + G_t - T_t$$

## 1.6. Impuestos actuales frente a impuestos futuros

**¿Cómo afectaría una reducción de los impuestos en el año 0 a la evolución de la deuda y los futuros impuestos?**

La devolución total en el año 1. Supongamos que el gobierno decide devolver toda la deuda en el año 1. La restricción presupuestaria en el año 1 sería:

$$B_1 = (1 + r)B_0 + (G_1 - T_1)$$

Si la deuda se devuelve todo en el año 1, la deuda existente al final de ese año es igual a cero.  $B_1 = 0$ . Por tanto, si sustituimos  $B_0$  por 1 y  $B_1$  por 0, la ecuación anterior sería:

$$T_1 - G_1 = (1 + r)1 = 1 + r$$

Para devolver la deuda en el año 1, el sector público debe crear, pues, en el año 1 un superávit primario igual a  $(1 + r)$ . Puede crearlo de dos formas: reduciendo el gasto o subiendo impuestos.

Para devolver la deuda después de  $t$  años. Esto implica que el gobierno esperará  $t$  años para subir los impuestos y devolver su deuda. Supongamos que desde el año 1 hasta el año  $t$ , el déficit primario será igual a 0. Al final del año 1 la deuda existente será:

$$B_1 = (1 + r)B_0 + 0 = 1 + r$$

En el año 2, el déficit primario sigue siendo 0 por lo que la deuda existente al final del año será:

$$B_2 = (1 + r)B_1 + 0 = (1 + r)(1 + r) = (1 + r)^2$$

Como podemos observar, mientras el gobierno mantenga el déficit primario igual a 0, la deuda crecerá al mismo ritmo que el tipo de interés. Por lo tanto la deuda existente al final del año  $t - 1$  será:

$$B_{t-1} = (1 + r)^{t-1}$$

En el año  $t$ , el gobierno decidirá devolver la deuda. La restricción presupuestaria será:

$$B_t = (1 + r)(1 + r)^{t-1} + (G_t - T_t)$$

**La estabilización de la deuda** significa mantener la deuda en un determinado nivel, en este caso el nivel del año 0, por lo que la deuda al final del año 1 será igual a la deuda al final del año 0,  $B_1 = B_0 = 1$ .

$$T_1 - G_1 = (1 + r) - 1 = r$$

El legado de los déficit pasados es una deuda actual mayor. Para estabilizarse, el gobierno deberá experimentar un superávit primario igual a los intereses que hay que pagar por la deuda existente

### 1.7. La evolución del cociente Deuda/PIB

Para hallar una ecuación que expresa la evolución del cociente entre la deuda y el PIB ó tasa de endeudamiento dividimos los miembros de la ecuación de la restricción presupuestaria del sector público por la producción real:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Finalmente, si multiplicamos el numerador y el denominador por  $Y_{t-1}$ , la ecuación que obtenemos es:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \left( \frac{Y_{t-1}}{Y_t} \right) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Si  $g$  es la tasa de crecimiento de la producción, tenemos que  $\frac{Y_{t-1}}{Y_t} = \frac{1}{(1+g)}$ .

Además, mediante la Aproximación  $\frac{(1+r)}{(1+g)}$  con  $1 + r - g$  se obtiene.



$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Esta ecuación dice que la variación del cociente depende de:

- a) La diferencia entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento del PIB.
- b) El ratio déficit primario respecto al PIB.

Así, si el déficit primario es cero y el ratio de crecimiento de la economía es mayor que el tipo de interés real ( $g > r$ ) el cociente Deuda/PIB disminuirá año tras año.

### 1.8. La tasa de endeudamiento a largo plazo

A partir de la ecuación que describe la evolución del ratio Deuda/PIB:

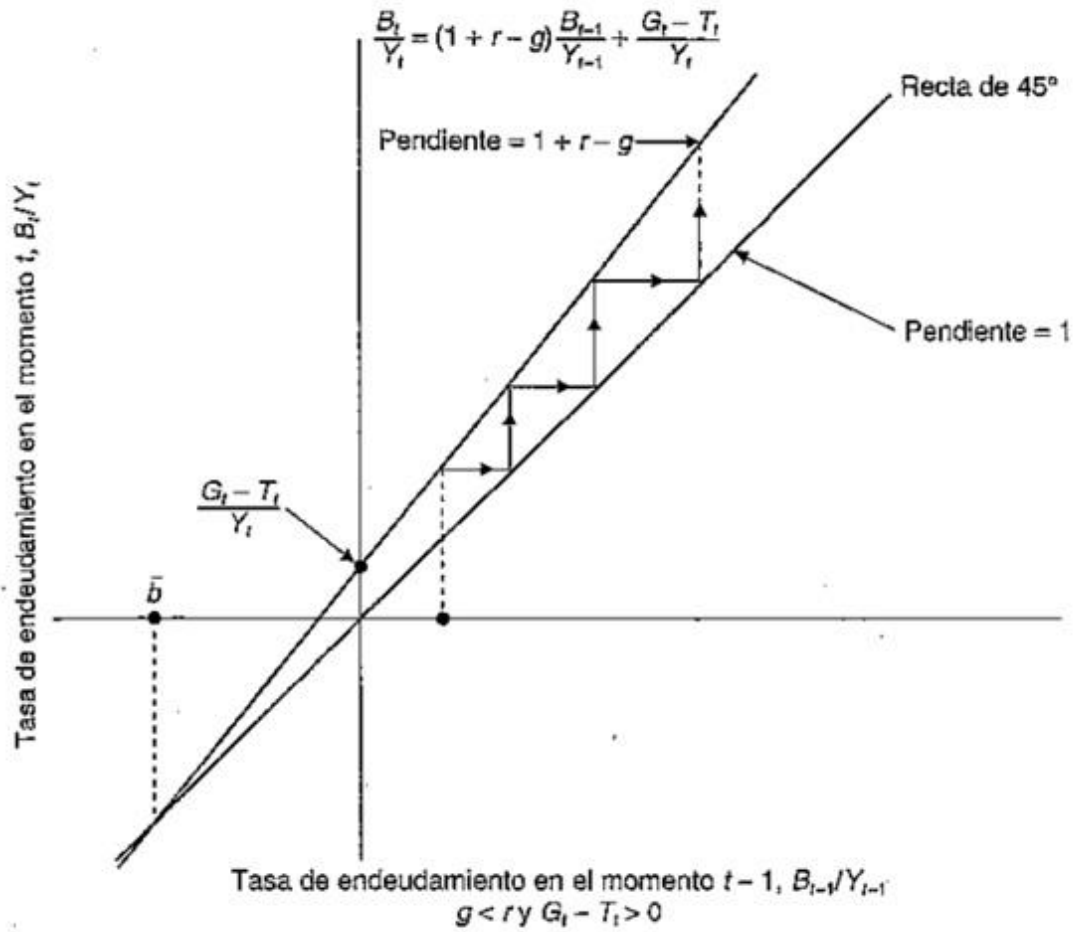
$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Suponemos que el gobierno tiene déficit primarios (o superávit) en relación con el PIB que son constantes en el tiempo, es decir, que  $\frac{G_t - T_t}{Y_t}$  es constante. También supongamos que  $r$  y  $g$  son constantes. Utilizando un gráfico, representamos el ratio en el período  $t$ , en función de su valor en el período anterior.

Antes de resolver la ecuación gráficamente, ya se puede ver los dos casos que pueden surgir:

1. El caso normal - en la mayoría de las ocasiones, la tasa de crecimiento del PIB es menor que la tasa de interés real. La ecuación es una línea recta con una pendiente mayor que 1.
2. El caso más extraño (menos frecuente), también puede ocurrir: la tasa de crecimiento del PIB es superior a la tasa de interés real. La ecuación es entonces descrita por una línea recta con pendiente inferior a un  $(1 + r - g < 1)$ . La línea recta que representa la ecuación por tanto, tiene una pendiente menor que la línea de  $45^\circ$ , que tiene pendiente igual a 1.

**Gráfico 3 – Tasa de endeudamiento en el momento  $t - 1$  con  $g < r$  y  $(G_t - T_t > 0)$**

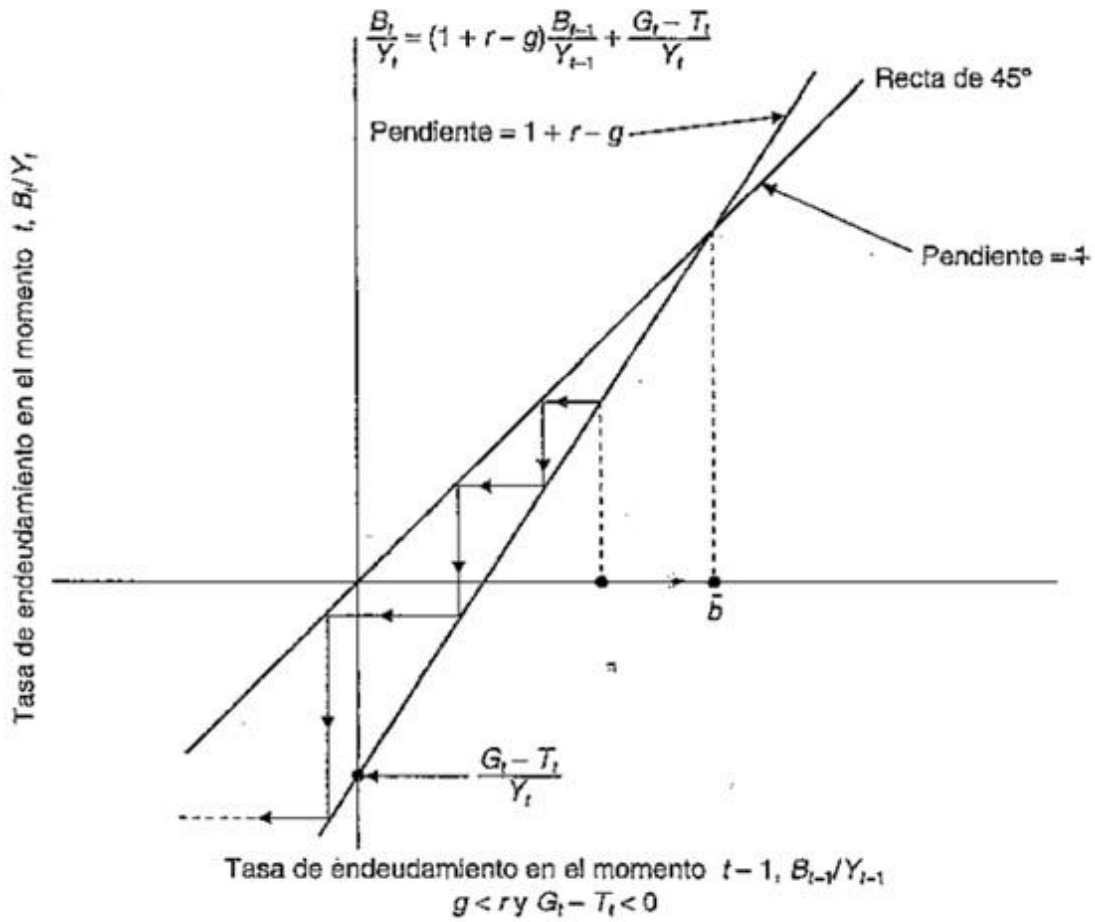


Fuente: Blanchard, Oliver. (2006). *Macroeconomía (5ª Edición)*. "La elevada Deuda".

Si  $g < r$  y si el país tiene una deuda pasada e incurre en déficit primarios ( $G_t - T_t > 0$ ), la tasa de endeudamiento aumenta alejándose aún más del equilibrio.

Para parar este crecimiento exponencial de la deuda, el gobierno debe generar los adecuados superávits primarios. Como se observa en el Gráfico 4:

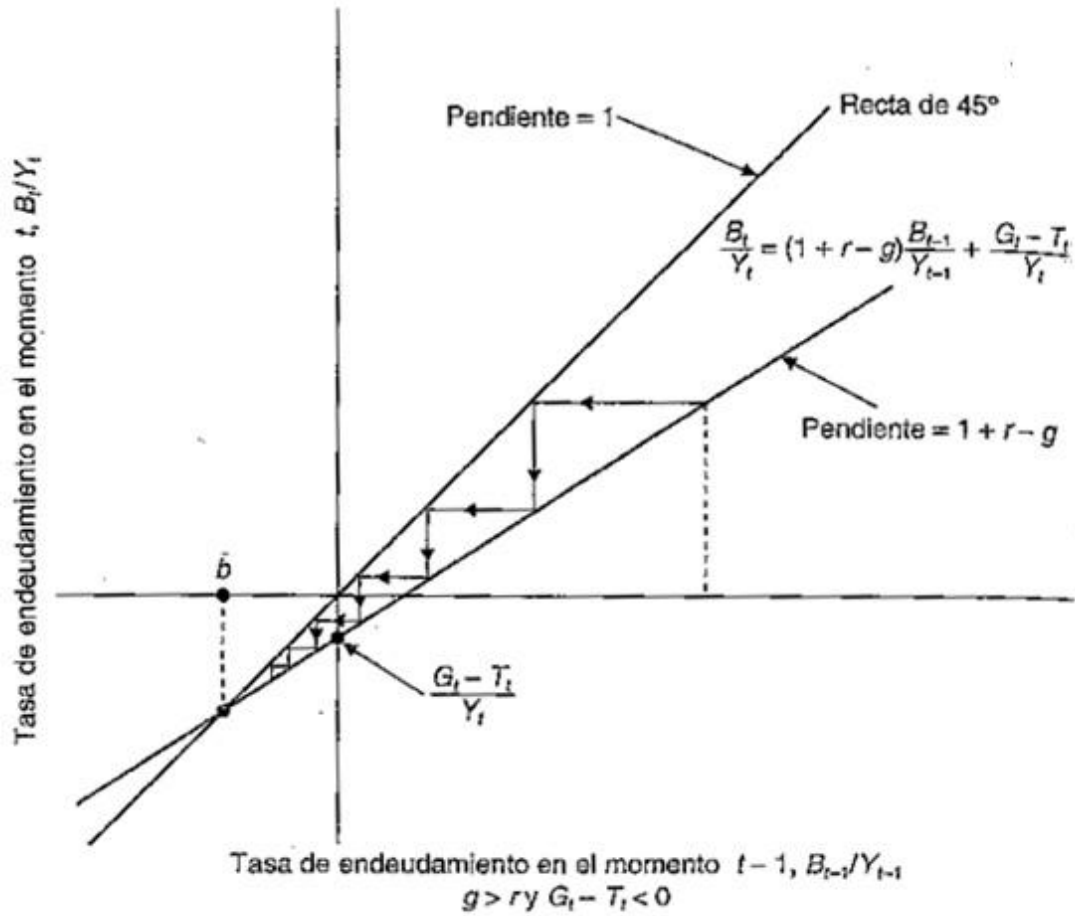
**Gráfico 4 – Tasa de endeudamiento en el momento  $t - 1$  con  $g < r$  y  $(G_t - T_t < 0)$**



Fuente: Blanchard, Oliver. (2006). *Macroeconomía* (5ª Edición). "La elevada Deuda".

Si  $g < r$  y si la deuda inicial es positiva, la tasa de endeudamiento disminuye con el tiempo si el gobierno genera unos superávit primarios adecuados ( $G_t - T_t < 0$ )

En el Gráfico 5 observamos que  $g > r$  la tasa de endeudamiento converge hacia el nivel de equilibrio a pesar de la presencia de déficit primarios ( $G_t - T_t > 0$ ).

**Gráfico 5 – Tasa de endeudamiento en el momento  $t - 1$  con  $g > r$  y  $(G_t - T_t > 0)$** 

Fuente: Blanchard, Oliver. (2006). *Macroeconomía* (5ª Edición). "La elevada Deuda".

En conclusión y a primera vista, para reducir la tasa de endeudamiento la economía tiene que obtener unos superávits primarios adecuados que permitan su crecimiento. Otras soluciones podrían ser: recurrir a financiación externa o suspendiendo el pago de la deuda total o parcialmente. Ya profundizaremos en el tema en páginas posteriores.

### 1.9. Teorías sobre la deuda.

Los problemas generados por el déficit han hecho que a lo largo de los años muchos individuos hayan aplicado sus conocimientos económicos para intentar explicar el comportamiento de la deuda pública. Así fue como poco a poco fueron surgiendo diferentes teorías. En este apartado mencionaré tres visiones diferentes sobre la deuda,

cada una de épocas y momentos desiguales, que nos pueden ayudar a comprender un poco más la deuda pública.

### **Teoría clásica de la deuda pública**

Los principios normativos de la teoría clásica sobre la deuda pública, teoría dominante durante el siglo XIX, son marcadamente simples, y se basan en la similitud esencial entre el gobierno y la cuenta individual, es decir, no hay ninguna diferencia esencial entre la deuda del gobierno y la deuda de una empresa individual o privada en el modelo clásico. Además, la deuda pública supondrá una transferencia de la carga financiera a las generaciones futuras. Los ciudadanos futuros cargarán con el gasto de la deuda pública presente y, por lo tanto, se les exigirá la devolución de la deuda con unos intereses que tendrán que afrontar.

### **Teoría de la Equivalencia Ricardiana**

David Ricardo, un economista inglés del siglo XIX, avanzó un teorema donde explica que los efectos de los impuestos y el endeudamiento público son lógicamente equivalentes. Este teorema de 1820 conocido como Equivalencia Ricardiana, fue redescubierto por Robert Barro, en el siglo XX y se convirtió en un elemento importante en la “nueva macroeconomía clásica”.

A primera vista, este teorema parecía rechazar las diferencias entre los impuestos y el endeudamiento público.

¿En qué aspectos son parecidos los impuestos y el endeudamiento público?

- Ambos ingresos son extraídos de los particulares y usados por el gobierno para programas de gasto público. Eso sí, la lógica ricardiana no rechaza el estatus de los contribuyentes. Unos se ven obligados a pagar y otros lo hacen voluntariamente a cambio de un interés (inversores).
- En el modelo ricardiano, los individuos reconocen que cualquier emisión de deuda por parte del gobierno representa un compromiso de cumplir con los pagos en períodos futuros. Si las personas piensan que van a vivir para siempre, o si tienen legados intergeneracionales que lo llevan a

actuar como si sus vidas fueran infinitas, se verán con el compromiso de pagar esa deuda, ya sea por su bien o por el de sus descendientes.

Si esta teoría es válida, las deudas y préstamos de un gobierno pueden no tener impacto en el consumo y en la demanda agregada. Esta proposición se basa en que los consumidores son previsores y por lo tanto, basarán sus gastos en las rentas futuras no solo en las actuales.

En definitiva, podemos decir que la teoría ricardiana aplica la lógica del consumidor ante los posibles cambios en política fiscal. El consumidor previsor comprende que el endeudamiento actual del gobierno se traduce en una subida de impuestos en el futuro, y no diferenciara entre impuestos actuales o futuros.

Comprendiendo lo anterior, podemos deducir que la deuda pública equivale a impuestos futuros.

El fallo del teorema está en que existen consumidores que les gusta gastar más de lo que su renta actual les permite, por lo que tienen que pedir un préstamo. Los defensores de la teoría tradicional de la deuda defienden que la renta actual es más importante que la renta futura para los consumidores que se enfrentan a restricciones crediticias (préstamos). Por lo tanto, para una persona que quiera conseguir un préstamo y no le sea concedido, cuando el gobierno baje los impuestos, consumirá más. Y al contrario, cuando no le sea concedido y cuando el gobierno aumente los impuestos él consumirá menos.

Además del supuesto anterior existe una segunda objeción, donde se explica que los consumidores no esperan que los impuestos futuros recaigan sobre ellos sino sobre generaciones futuras. Los consumidores aumentaran su consumo sabiendo que serán las generaciones futuras quiénes tengan que pagar los impuestos. El economista Barro salió en defensa de la Teoría Ricardiana sosteniendo que debemos suponer que las generaciones actuales se preocupan por el bienestar de las futuras ya que estas últimas no son sujetos independientes (pueden tener alguna relación de parentesco con las primeras). Para Barro la unidad relevante no es la persona que vive un número determinado de años sino la familia que pervive. Esto significa que una persona no va a consumir cuando él/ella lo decida, tendrá en cuenta la situación futura de los miembros de su familia.

## Teoría Keynesiana

El economista inglés John Mayard Keynes estableció una nueva forma de pensar en la economía capitalista. Su obra cumbre titulada “The General Theory of Employment, Interest and Money” publicada en 1936 constituye la esencia de su contribución a la teoría económica.

El argumento keynesiano fue impulsado por una postura política que se basaba en la deuda pública como el único medio para financiar los déficits crecientes durante los períodos de depresión. Keynes afirmaba que la riqueza de un país es generada por el consumo y no por el ahorro. Según esta teoría, el ahorro no es suficiente para estimular la inversión y el consumo, y por tanto, con el tiempo se recurrirá al endeudamiento para obtener esos fines.

El endeudamiento siempre será bueno cuando con él se alcance un crecimiento económico mayor a los intereses de la deuda. Del endeudamiento debe producirse un incremento en la producción. Si no se alcanza ese crecimiento, el país sufrirá desequilibrios en su economía y estaremos hablando de una crisis económica.

### 1.10. Crisis de Deuda

La deuda pública se crea a través del endeudamiento del gobierno. Según James M. Buchanan (2008), en sus aspectos esenciales, la deuda pública no es diferente a la deuda de los individuos o instituciones no gubernamentales

Con el fin de financiar los gastos públicos, los gobiernos deben asegurar unos ingresos. Los gobiernos tienen tres medios para asegurarlos:

- **Impuestos:** Los individuos se ven obligados a cumplir con la obligación. No se devuelven.
- **Emisión de dinero.**
- **Deuda Pública:** Se produce de forma voluntaria, entre el gobierno y los que le prestan dinero al gobierno. Se debe devolver con intereses.

Cuando el volumen de deuda pública en porcentaje del PIB alcanza un nivel muy alto y los gobiernos no pueden emitir nueva deuda (a excepción de que sea a un tipo de interés muy alto), podemos hablar de “Crisis de Deuda”. En consecuencia, los

gobiernos no podrán emitir nueva deuda (a excepción de que sea a un tipo de interés muy alto).

En numerosas ocasiones podemos preguntarnos por qué los políticos esperan tanto tiempo a la hora de tomar medidas para ajustar el presupuesto. Una de las principales razones a este suceso es porque la crisis de deuda es en gran parte impredecible y los gobiernos no suelen mirar a largo plazo (son reacios a la crisis hasta que llega).

¿Qué herramientas pueden usar los gobiernos para estabilizar o reducir una elevada deuda? Solo hay tres formas para lograr este objetivo:

1. **Generar suficientes superávit primarios**, para lo cual el gobierno puede reducir el gasto o subir impuestos.
2. **Recurrir a la financiación monetaria por parte del Banco Central.**
3. **Suspender el pago de la deuda en su totalidad o en parte**, eso significa que el gobierno excluye la deuda existente o una parte de ella; o introduce impuestos sobre los títulos públicos que no estaban previstos cuando los inversores compraron esos títulos.

Generar superávit puede que sea la forma más favorable de reducir una elevada deuda, pero también es la más difícil. Supone unos costes políticos y a veces, son mal vistos socialmente (imposición de impuestos nuevos o incluso más altos que los establecidos).

El gobierno también puede convencer al banco central de que imprima dinero comprando bonos del estado. Lamentablemente, la emisión de dinero no está exenta de problemas: un aumento de la oferta monetaria produce una elevada inflación y reduce el valor real del efectivo que tienen los ciudadanos.

Por último, el gobierno tiene la opción de cancelar la totalidad o parte de la deuda. En algunos casos, como en el de México durante la crisis Iberoamericana, supone una buena solución.

Las tres formas mencionadas anteriormente recaen en diferentes grupos económicos (rentistas, trabajadores o empresarios). Los distintos grupos que componen una sociedad presionarán a los políticos para defender sus intereses.



Ahora bien, las políticas económicas necesarias para reducir la deuda provocan importantes efectos en la distribución de la renta. Tenemos que distinguir entre un escenario político estable o inestable. En situaciones de política inestable es casi imposible resolver el conflicto generando superávit primarios. Al final, el gobierno deberá optar por recurrir a la financiación monetaria o suspender el pago. Si al contrario, nos encontramos ante una situación política estable el gobierno tiene suficiente poder como para realizar su ajuste fiscal sin problemas.

En definitiva, cada grupo de interés intentará trasladar la carga del ajuste fiscal al resto de grupos.

## Capítulo II: “Repaso a algunas Crisis de Deuda a lo largo de la historia”

### Seis ejemplos de reducción de una elevada deuda pública

#### España durante el siglo XIX

Las dudas sobre el pago de la deuda pública española no son nada nuevo. Durante el siglo XIX, España se encontró en situaciones de inestabilidad en sus pagos debido, principalmente, a la financiación del ferrocarril con capital francés y a las guerras coloniales.

Durante el siglo XIX, España se encontraba con desequilibrios entre los cobros y pagos. A partir de la Revolución de 1868, con el exilio de Isabel II fuera de territorio español, la inestabilidad política se convirtió en la desconfianza de los inversores y hasta la Restauración borbónica de 1874 no se alivió la presión sobre la deuda española.

Basándonos en los datos de Global Financial Data, durante este periodo histórico los intereses del bono español a diez años alcanzaron casi el 30%. Esta es la rentabilidad más alta del bono español a diez años en toda su historia. Como ocurre en la época actual, los gastos eran muy superiores a los ingresos. La suspensión de pagos era un suceso muy habitual para la España de por aquel entonces, originando una pérdida de credibilidad y encarecimiento de su deuda. En definitiva, a España tradicionalmente le costaba mucho financiarse.

Al no contar con La Unión Europea, España siempre tenía dificultades para financiarse. En aquella época, los bancos estatales ayudaron a hacer frente a los intereses de la deuda. Hoy en día y al contrario que entonces, nos endeudamos para poder financiar a nuestros bancos, aunque siguen siendo estos los que poseen gran parte de los títulos de deuda.

#### Alemania después de la primera guerra mundial

Durante la 1º Guerra Mundial, Alemania financió el gasto militar a través de numerosos préstamos. Durante la guerra, los ingresos fiscales representaron una

proporción insignificante del gasto total y el déficit presupuestario se financió emitiendo deuda.

Tras la guerra, la situación política de Alemania era inestable. En la primera mitad de los años veinte el problema de la deuda se agravó por los elevados déficits durante el gobierno de Weimar. Estos déficits estaban relacionados con las reparaciones que Alemania tenía que pagar a los vencedores de la guerra, en este caso a Francia.

Debido a la inestabilidad política las reformas tributarias fueron rechazadas. Como consecuencia de esto, no se pudo tomar ninguna medida significativa hasta 1922. La única solución era la monetización, que concluyó con una hiperinflación.

Esta hiperinflación acabó con la cancelación total de la deuda existente al final de la guerra. Este suceso afectó principalmente a la clase media, que eran los que tenían la mayor proporción de deuda pública. Como consecuencia, empeoró la distribución de la renta.

### **Francia después de la primera guerra mundial**

Tras la primera Guerra Mundial, la deuda francesa representaba un gran problema para el país (albergaba el 150% del PIB). En la primera década del siglo XX, la situación política de Francia era muy inestable. Durante la segunda década, esta inestabilidad aumentó peligrosamente.

La solución a primera vista fue clara: los perdedores alemanes pagarían la deuda con sus reparaciones. Fue en 1922 cuando los franceses se dieron cuenta de que eso no iba a suceder, los alemanes no podían pagar la deuda.

Fue entonces cuando comenzó el gran debate. La carga de los impuestos caía sobre los menos ricos. La izquierda francesa propuso un único impuesto progresivo (cuanto más riqueza, más pagabas). Los conservadores se negaron. Como consecuencia del conflicto, la situación política cada vez iba a peor.

El temor al impuesto hizo que la gente, al no saber cómo les afectaría, dejase de comprar bonos del estado. Como resultado, en 1926 Francia se encontraba al borde de la hiperinflación.

Ramon Poincaré asumió el poder de mano de los conservadores ante la derrota de sus oponentes. Su programa de estabilización detuvo la inflación.

### **Reino Unido después de la primera guerra mundial**

Al finalizar la primera Guerra Mundial, la deuda de Reino Unido era muy alta llegando a alcanzar el 130% del PIB en 1919. La diferencia del Reino Unido, en cuanto a Alemania o Francia, era que contaba con una estabilidad política. El Partido Conservador gobernó durante varias décadas el Estado Inglés. Sus instituciones democráticas eran muy estables, lo que permitió realizar los ajustes con políticas contractivas con el objetivo de estabilizar la libra esterlina. Este objetivo lo consiguió con la vuelta al patrón oro. La carga del ajuste recayó en los contribuyentes menos adinerados.

Reino Unido fue uno de los pocos países europeos que tras la guerra no adoptó ninguna política fiscal contractiva con el objetivo de disminuir la deuda pública, pero los superávits fiscales no fueron suficientes para reducir la deuda pública. El coeficiente de deuda pública y PIB aumentó hasta la segunda mitad de los años treinta, donde por primera vez tras la primera Guerra Mundial comenzó a disminuir.

### **Estados Unidos después de la segunda guerra mundial**

En el caso de EEUU al final de la segunda Guerra Mundial, muy similar al anterior supuesto del Reino Unido, la situación política de EEUU era estable. Esta es la principal razón por la que ambos gobiernos, tanto el de EEUU como el de Reino Unido, pudieron realizar los ajustes fiscales sin antes tener que suspender el pago de la deuda.

Sin embargo, al contrario que Reino Unido, EEUU consiguió reducir a la mitad su ratio deuda/PIB en menos de quince años. ¿Cómo lo consiguió? El PIB de EEUU aumentó un 4% mientras que los tipos de interés no superaron el 0,5%. Este suceso nos otorga una importante conclusión: reducir la deuda es más fácil cuando la economía crece.

## Crisis de Iberoamérica

Otro caso que creemos conveniente citar es la Crisis Iberoamericana. También conocida como la “Década perdida de Latinoamérica”, surgió a inicios de los años 80, momento en el que los países latinoamericanos, en concreto Argentina, Chile, México y Brasil, no eran capaces de hacer frente a su deuda externa. En general esta crisis estaba compuesta por deudas externas impagables, grandes déficit fiscales y volatilidades inflacionarias y de tipo de cambio.

La crisis de deuda comenzó cuando los mercados internacionales se dieron cuenta de que Latinoamérica no podría hacer frente a sus deudas.

Un momento histórico a destacar fue en Agosto de 1982, cuando México declaró que no podría hacer frente a las deudas contraídas con organismos internacionales y otros entes; anunció una moratoria de 90 días y además solicitó una renegociación de los plazos de pago y nuevos préstamos con el fin de cumplir sus obligaciones previas.

Los efectos de esta etapa variaron dependiendo del país. Las consecuencias más comunes de la crisis en los países latinoamericanos fueron el desplome de los ingresos; un estancamiento del crecimiento económico, un aumento del desempleo a niveles alarmantes; y la inflación redujo el poder adquisitivo de las clases medias. Además un proceso masivo de fuga de capitales, particularmente a los Estados Unidos, produjo una depreciación del tipo de cambio.

¿Cómo salieron? Abandonando sus modelos económicos proteccionistas; y adoptando una estrategia de crecimiento orientada en las exportaciones, estrategia fomentada por el Fondo Monetario Internacional, aunque hubo excepciones como Chile o Costa Rica que adoptaron estrategias reformistas.

## Capítulo III: “Las Cinco Grandes Crisis”

Reinhart y Rogoff (2009) dibujan unos paralelismos entre la actual crisis financiera de EEUU y las cinco crisis financieras previas. Las cinco crisis fueron asociadas con un gran declive económico en un periodo extenso de tiempo. Estas fueron:

- España (1977)
- Noruega (1987)
- Finlandia (1991)
- Suecia (1991)
- Japón (1992)

Por supuesto, ninguna de ellas es igual a la actual crisis del 2008, ni económicamente ni políticamente hablando. Sin embargo, una vez que lo analizamos de cerca podemos encontrar ciertos paralelismos.

### JAPÓN

Al acabar la Segunda Guerra Mundial, Japón experimentó un crecimiento económico excepcional con una media del 10% anual. A partir de los años 80 ese crecimiento fue más moderado, pero aun así alto. El crecimiento del mercado inmobiliario y sus activos hicieron crecer el precio de los inmuebles hasta los años 90, momento en el que el crecimiento se vio estancado. El Banco Central Japonés, ante el riesgo inflacionista, aumentó los tipos de interés del 2,5% al 6%. La burbuja inmobiliaria finalmente estalló.

Como consecuencia del estallido de la burbuja, se inició un período de recesión económica que dura hasta el día de hoy. El desempleo que en Japón siempre fue una cifra sin importancia, al contrario que en España, rozó por primera vez el 5,4% en el año 2002. Inédito para la economía de un país lleno de empresas multinacionales.

Pero centrémonos ahora en los paralelismos con la crisis de EEUU:

- Una fuerte subida en los precios de la vivienda durante los cuatro años anteriores a la crisis. El valor de los bienes inmuebles en Japón se incremento un 75%. Tras el

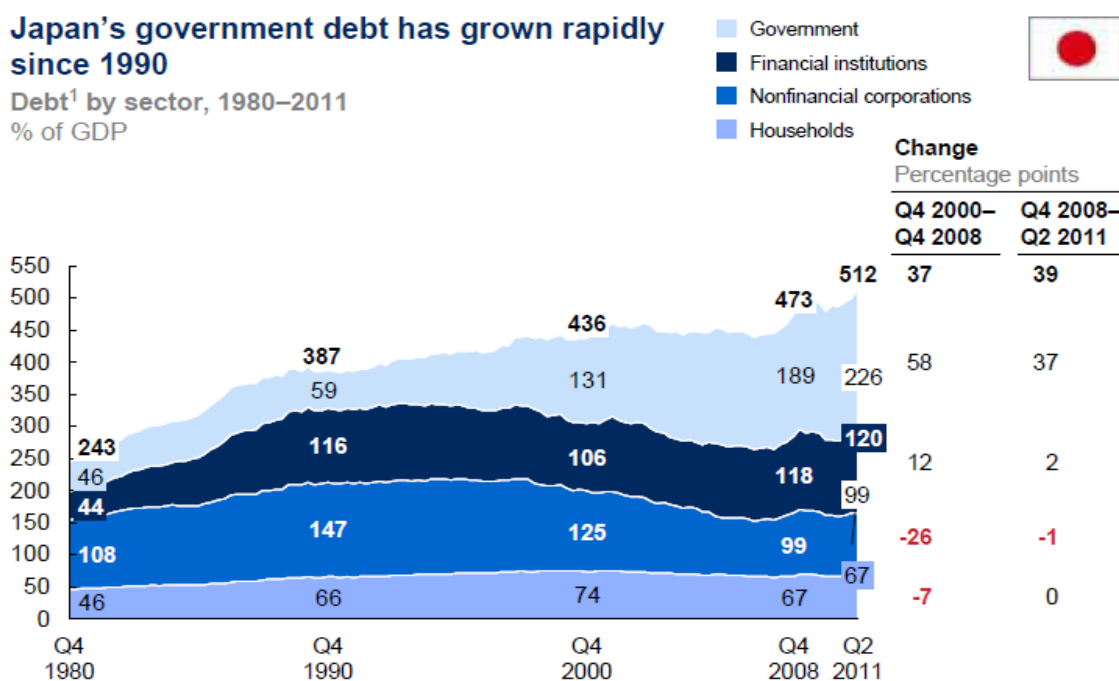
estallido de la burbuja el precio de la vivienda se desplomó y no volvió a crecer hasta el año 2006 con un casi insignificante 0,9% anual. Sin embargo, el aumento de EEUU fue cinco veces más grande que la media de Las Cinco Grandes Crisis juntas.

- Una fuerte subida en los precios de las acciones (una vez más, el aumento de EEUU fue más grande). El valor de las acciones de la bolsa japonesa se multiplicó por 100 en el periodo 1955-1990, tras el estallido de la burbuja, en 1992, el Nikkei bajó de los 22.984 puntos en 1991 hasta los 15.951 puntos.
- Una disminución del crecimiento per cápita del PIB (en este caso, EEUU salió mejor parada que las cinco anteriores). En 1988, el PIB per capita<sup>2</sup> de Japón bajó su crecimiento del 6,7% al 0,6% en 1992 mientras que el PIB per cápita de EEUU descendió del 1,7% en el 2003 al 0,9% en el 2007.
- Un aumento de la deuda pública (En este caso, la situación de EE.UU. no es tan mala como en los ejemplos históricos, pero Reinhart y Rogoff (2009) añaden que "si incorporásemos el enorme aumento en la deuda privada de EE.UU. en estas medidas, la comparación sería notablemente menos favorable"). En el Gráfico 6 podemos ver la evolución de la deuda japonesa desde los años 90:

---

<sup>2</sup> Los datos se expresan en dólares de los Estados Unidos a precios constantes del año 2005. Datos procedentes de <http://datos.bancomundial.org>

## Gráfico 6 – Crecimiento de deuda total en Japón desde los años 90.



*Fuente: International Monetary Fund, Haver Analytics, McKinsey Global Institute.*

La deuda pública japonesa suponía el 46 por ciento del PIB en 1980. A pesar de que la burbuja colapsó en 1989, la deuda ha seguido aumentando, hasta llegar al 226 por ciento del PIB a mediados de 2011.

## ESPAÑA

En el año 1973, durante el régimen franquista, la fuerte subida del precio del petróleo ocasionó profundas repercusiones en España debido a su carácter importador de petróleo, afectando gravemente a su modelo económico.

Este impacto produjo un freno en la expansión económica que había vivido España desde 1960. El fallecimiento de Franco en 1975 supuso unas tensiones políticas que sumadas a las económicas, añadió más dificultades a la toma de decisiones para la salida de esta profunda crisis.

La tasa de crecimiento española en el período comprendido entre 1974-1984 fue similar a la del conjunto europeo, pero la tasa de inflación fue más alta. Las tasas de inversión y empleo retrocedieron, situando la tasa de paro en la cabeza de Europa.



A principios de 1977 España presentaba evidentes rasgos de estar en una auténtica depresión:

- Estancamiento en la actividad general.
- Paro creciente.
- Fuertes niveles de inflación.
- Endeudamiento exterior en rápido aumento.

El PNB tuvo un crecimiento en 1975 del 0,6% y en 1976 del 1,5%, los parados se situaron entre 700.000 y 900.000, la tasa de inflación superó el 20% y la deuda pública superó los doce mil millones de dólares. La tasa de paro aumentó del 4,4% al 16,1% en tan solo cuatro años 1976-1980 (desde 586.000 a 2.280.000 parados). En 1977 el porcentaje de deuda/PIB fue del 15,7 mientras que en 1982 fue de 25,1%.

En 1977 la crisis económica golpeaba toda la economía mundial y se agudizaba en el caso español por la situación que presentaba el país en cuanto a: niveles de inflación, de déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente y una deuda pública que se había triplicado en los dos últimos años y que ascendía a 12.000 millones de dólares; y al mismo tiempo unas especiales condiciones sociales derivadas de los cambios políticos que conducían hacia el sistema democrático.

Los acuerdos políticos derivados en los Pactos de la Moncloa, que fueron suscritos en 1977 por el Gobierno, los principales partidos con representación parlamentaria, sindicatos y asociaciones empresariales, marcaron un cambio de carácter drástico en el tratamiento de los problemas: se reconoció la flexibilidad en el despido, el derecho de asociación sindical, la fijación de un límite de incremento para los salarios, se estableció una contención de la masa monetaria, la devaluación de la peseta y la reforma del sistema tributario para contener el déficit público y lograr un sistema más flexible y justo, así como medidas de control financiero a través del del Banco de España ante el riesgo de quiebras bancarias y la fuga de capitales al exterior.

En diciembre del año 1982 se procedió a devaluar la peseta, lo que mejoró la balanza de pagos. Aun así el principal problema seguía siendo la cifra de parados. A partir de 1983, el gobierno socialista optó por llevar a cabo una política monetaria restrictiva para controlar la inflación, acompañado por una política de moderación salarial. La fase de recesión duró hasta el año 1984. Fue en el año 1985 cuando se inició

una fase de crecimiento económico, impulsado gracias a la entrada de España en la Comunidad Económica Europea.

## SUECIA Y FINLANDIA

Vamos a examinar más de cerca la crisis bancaria en Suecia y Finlandia durante los años 90 ya que nos servirá de lección para saber qué decisiones habría que tomar para reducir la deuda actual. Este caso que vamos a analizar está estructurado en dos fases: a) la reducción de la deuda y recesión, y b) un largo periodo de expansión económica y el desapalancamiento del sector público.

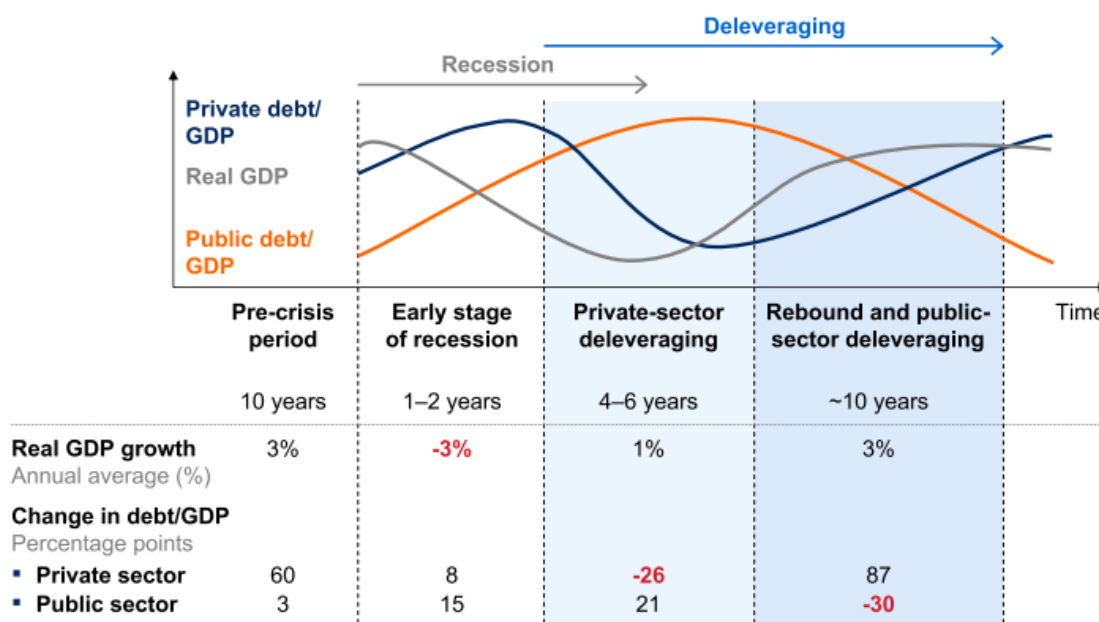
Debemos esperar que nuestra economía pase por estas dos fases. Los episodios de desapalancamiento de Suecia y Finlandia en los años 90 son hoy en día particularmente relevantes. Ambos muestran dos distintas fases de desapalancamiento. En la primera, los hogares, empresas e instituciones financieras redujeron su deuda significativamente mientras que el crecimiento de la economía era negativo o mínimo, y la deuda pública crecía. En la segunda fase, el crecimiento y la deuda pública se ven reducidos durante los siguientes años.

Según el informe de McKensey Global Institute (2012), titulado “Debt and Delevering”, durante los años 80 ambos países nórdicos experimentaron un boom crediticio y crecimiento de burbujas inmobiliarias que finalizaron en crisis financieras. Empezando los 90, ambos países experimentaron severas recesiones, la deuda del sector privado que se vio reducida y creció la deuda pública (el doble en Suecia y el triple en Finlandia). Sin embargo, estos países se movieron de manera decisiva para resolver sus crisis financieras y establecieron reformas para sentar las bases para el crecimiento. Para 1994, el crecimiento del PIB se había recuperado en los dos países y comenzó un largo período de la disciplina fiscal y desapalancamiento del gobierno como podemos observar en el siguiente gráfico:

## Gráfico 7 – Evolución del PIB real y los ratios Deuda/PIB del sector Público y Privado durante los episodios de Suecia y Finlandia.

### Deleveraging typically begins in the private sector, even as government debt continues to grow

Average of Swedish and Finnish deleveraging episodes



Fuente: International Monetary Fund, Haver Analytics, McKinsey Global Institute

Durante la recesión, los ingresos tributarios cayeron y el gasto público creció para apoyar la economía. Como se puede observar en el gráfico, la deuda pública aumentó considerablemente (pasando del 46% del PIB al 83% en Suecia desde 1990 a 1994, y del 14% al 57% del PIB en Finlandia durante el mismo período).

Vemos en la experiencia de Suecia y Finlandia que las economías que tienen éxito en la recuperación del crecimiento después del desapalancamiento comparten ciertas características. En esos países, la desregulación bancaria en la década de 1980 dio lugar a un auge del crédito y el consiguiente aumento del endeudamiento de los hogares, que a su vez alimentó la burbuja inmobiliaria. En 1990, por razones diferentes en cada país, las burbujas colapsaron, cayendo ambas en una horrible recesión. Se enfrentaron a enormes desafíos, entre ellos los primeros intentos de reducir los programas sociales y modificación de sectores como el comercio minorista. En última instancia, Suecia y Finlandia abordaron sus problemas de deuda, adoptando reformas estructurales, y pasaron a experimentar más de una década de fuerte crecimiento económico.

A medida que la economía empeoraba, los responsables políticos en Suecia y Finlandia se movieron con decisión para reestructurar y nacionalizar sus sectores bancarios. También se promulgó una serie de reformas estructurales para aumentar la productividad y mejorar la competitividad de sus economías. Suecia redujo su déficit del 7 por ciento del PIB en 1994 a cero en 1998, y poco a poco comenzó a reducir el nivel de deuda del sector público en relación con el PIB.

Finlandia tuvo un curso un poco diferente al de Suecia a principios de los años 90. Se trató de poner en práctica la austeridad fiscal en 1992. Muchos economistas creen que este intento de recortar el gasto público fue prematuro, lo que contribuyó al aumento del desempleo y la prolongación de la recuperación económica. Finlandia comenzó a crecer de nuevo en 1994, ayudado en parte por la fuerte devaluación de su moneda. Se llegó a reducir gradualmente su deuda pública, del 56 por ciento del PIB en 1995 al 34 por ciento en 2008.

## NORUEGA

En 1986 se produjo una caída del precio del petróleo que perjudicó gravemente a Noruega, un importante exportador de crudo, haciendo perder su superávit en la Balanza de Pagos, entrando en un abultado déficit. La moneda oficial del país, la corona noruega, se devaluó y en 1988 el país entró en una dura recesión que comenzó con una crisis bancaria y siguió con el derrumbe de su mercado inmobiliario en los años 1990-92.

El nivel de morosidad bancaria en Noruega llegó a alcanzar 9% del PIB. El sector bancario de este país tardó dos años en volver a tener beneficios y hasta diez años en recuperar el nivel de volumen de créditos anterior a la crisis.

Durante las primeras fases de la crisis, el sector bancario noruego creó dos fondos para garantizar los depósitos del sistema, financiados de forma privada. Además, se realizaron varias fusiones entre las entidades del sector.

A continuación, el gobierno noruego comenzó a inyectar dinero en los bancos quebrados a través de un Fondo, creado en el año 1991, con el objetivo de dotar de liquidez a los dos fondos privados mencionados en el párrafo anterior. El Fondo gubernamental de carácter independiente, tenía capacidad para imponer

condiciones relativas a la gestión, inversiones, personal, consejo de administración, etc. tanto a los fondos de garantía privados como a los bancos que recibían la ayuda.

Meses más tarde la crisis se agravó y los tres principales bancos noruegos anunciaron grandes pérdidas. Fue un golpe duro para la economía noruega, solo estos tres bancos sumaban la mitad de todos los activos bancarios de Noruega. Ante esta situación, el Gobierno Noruego creó una nueva forma de dar financiación a la banca. Mientras el fondo gubernamental existente seguía dotando de liquidez a las entidades con problemas, el nuevo Fondo, un banco malo, llamado Government Bank Investment Fund (GBIF) comenzó a comprar en los mercados la deuda y los títulos tóxicos de los bancos. Todo esto se acompañó de nuevas leyes que permitían al Estado hacerse con el control de las entidades rescatadas a coste cero.

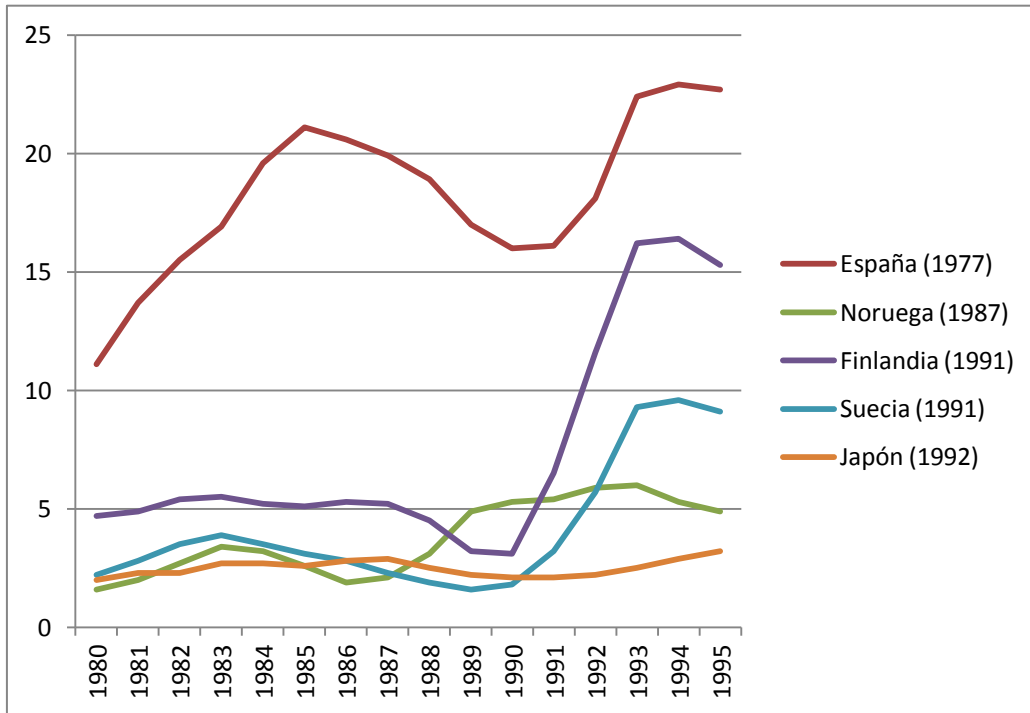
En poco tiempo, el banco malo noruego se convirtió en el único propietario de dos de los tres bancos más importantes de Noruega y el accionista principal del tercero y mayor de ellos, el Den Norske Bank. Una vez saneados, el Estado noruego fue vendiendo sus participaciones a inversores privados durante casi diez años.

En 1993, la economía noruega comenzó a recuperarse, coincidiendo con el fin de la crisis bancaria. Según datos del Banco Central de Noruega, la intervención del gobierno y la venta de los activos a través del banco malo, fue positiva para los contribuyentes y se obtuvieron beneficios con la venta de las acciones.

## **COMPARANDO DATOS**

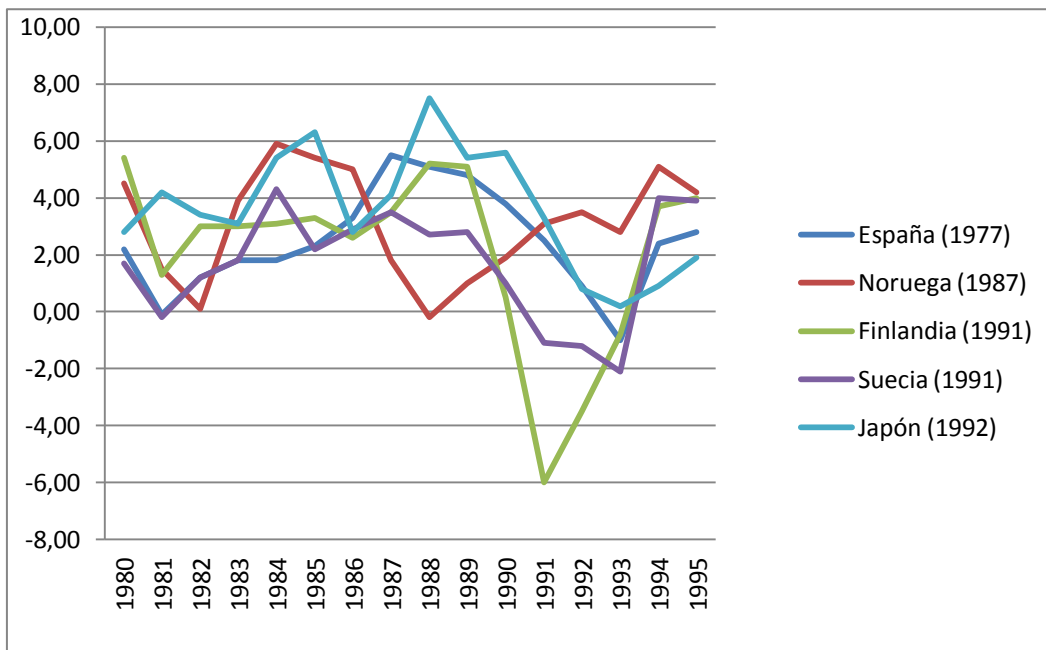
Para finalizar este capítulo comparamos la evolución del desempleo, PIB per cápita, deuda/PIB e inflación de los cinco países que conforman “Las Cinco Grandes Crisis”:

**Gráfico 8 – Tasa de desempleo total (% población activa) durante las Cinco grandes Crisis:**



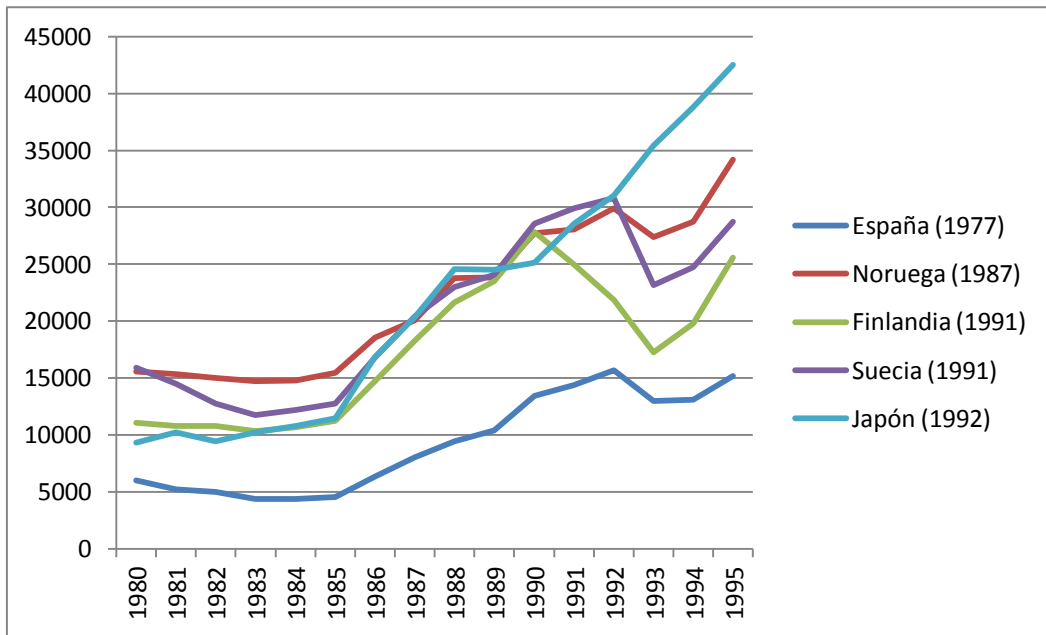
*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco Mundial.*

A partir de sus respectivas crisis, todos los países tienen en común haber sufrido una subida en la tasa de desempleo, siendo España el más destacado. Una medida para reducir el desempleo de un país es aplicar las políticas fiscales expansivas, que conllevan un aumento del endeudamiento, siendo esta una de las principales razones por lo que no convenía aplicarlos en los países afectados.

**Gráfico 9 – Crecimiento PIB real durante las Cinco Grandes Crisis**

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco Mundial.*

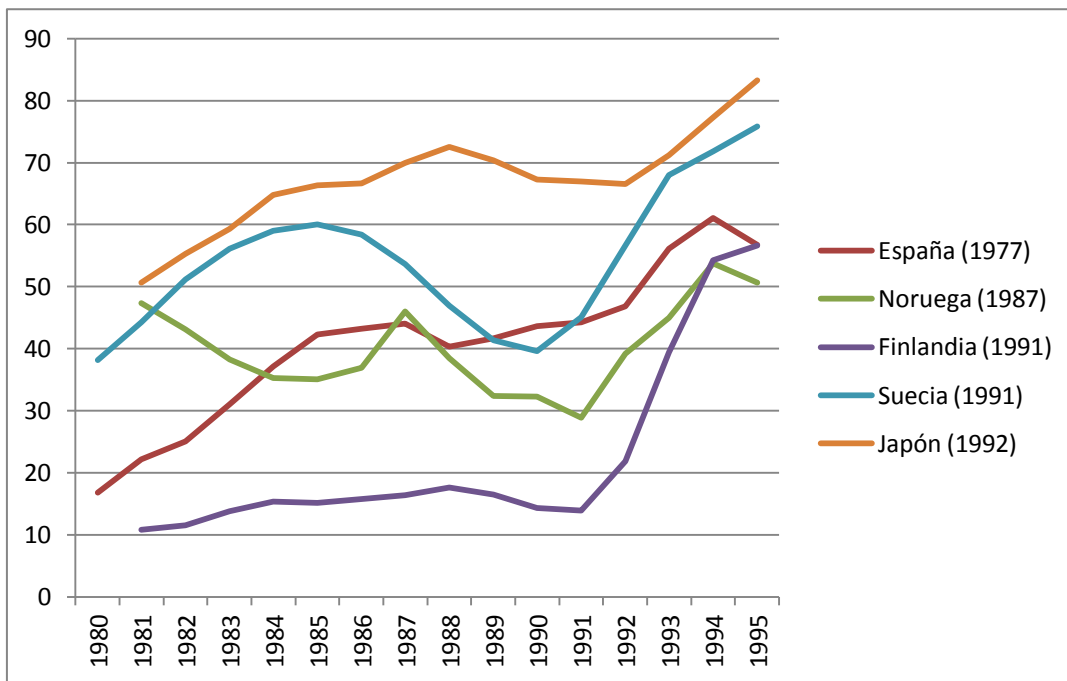
El PIB real es la producción real de los bienes y servicios finales calculado a precios constantes, es decir, sin tener en cuenta la inflación o deflaciones producidas durante el período. Observando la gráfica 9 podemos destacar la recesión vivida por Finlandia en 1991, motivada por el estancamiento de su economía y el colapso económico de la URSS. También el proceso de desarrollo económico vivido por España hasta 1987, donde comenzó una fase de recesión debido a la adaptación a las políticas comunes de la Unión Europea que tocó fondo en 1993, período donde comienza una expansión económica.

**Gráfico 10 - PIB PER CÁPITA (\$ constantes) durante las Cinco grandes Crisis**

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco Mundial.*

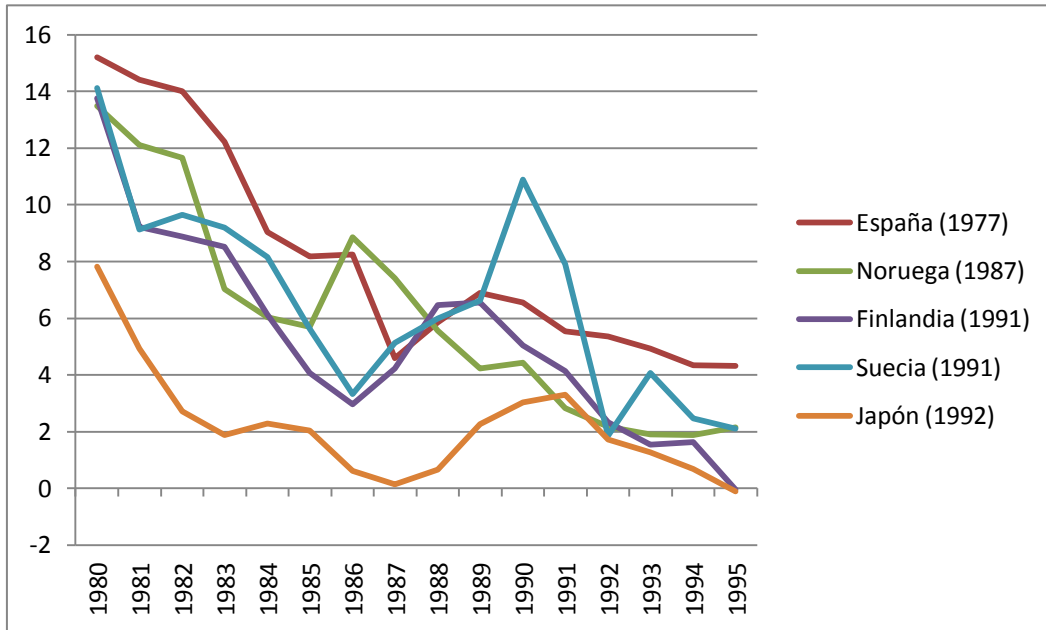
El PIB per cápita es usado como un indicador para reflejar la situación de los hogares. A lo largo de las décadas de los 80-90 se produjeron varios estancamientos en la actividad productiva de estos cinco países. Podemos observar una tendencia a la baja durante los primeros años de los 90, donde destaca Finlandia debido principalmente a la desaparición de la Unión Soviética, con la que tenía relaciones comerciales preferenciales. Durante todos estos años, el PIB per cápita español es el más bajo.



**Gráfico 11 – Deuda Pública total en % del PIB durante las Cinco Grandes Crisis.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Trading Economics.*

Para reducir el endeudamiento es necesario tener un superávit. En el caso de estos cinco países, como es lógico, podemos ver que su endeudamiento aumentó a partir de sus crisis. Destaca el caso de Japón, desde 1992 ha visto como su deuda ha ido aumentando sin parar hasta convertirse, hoy en día, en el país más endeudado del mundo con un 250% de su PIB. Por otro lado, países como Suecia y Noruega han podido recuperarse y reducir sus porcentajes de deuda/PIB.

**Gráfico 12 - Tasa Inflación Anual durante las Cinco grandes Crisis.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco Mundial.*

Como podemos observar, todos los países optaron en su momento por establecer tendencias desinflacionistas, manteniéndolas incluso años posteriores al estallido de la crisis. Hoy en día las naciones, en especial las occidentales, mantienen muy controlada la inflación a través de las políticas monetarias, marcando objetivos para mejorar las expectativas de caída de precios.

## Capítulo IV: “LOS SEIS INDICADORES DE LA CRISIS”

Siguiendo el informe del McKensey Global Institute (2012) y una vez analizada la experiencia de las crisis anteriores, existen seis indicadores críticos del progreso de la crisis que las empresas y gobiernos pueden analizar a la hora de evaluar cómo las economías de desapalancamiento de hoy en día están progresando y cuáles son las prioridades a destacar:

- Estabilidad del sistema bancario
- Sostenibilidad Fiscal a largo plazo
- Las Reformas Estructurales
- Crecimiento de las Exportaciones
- Aumento de la Inversión Privada
- Estabilización del mercado Inmobiliario

Sin estas condiciones, el crecimiento y el desapalancamiento del sector público es poco probable, como se ilustra en el caso de Japón, que no alcanzó estos indicadores y ha sufrido dos décadas de crecimiento lento y aumento de la deuda desde la crisis de 1990.

- ¿Es el sistema bancario estable?

En Finlandia y Suecia, los bancos se recapitalizaron y algunos fueron nacionalizados. El gobierno creó instituciones especiales para asumir el control y eliminación de los malos préstamos<sup>3</sup> que obstruyen el sistema financiero. Esta resolución decisiva de las crisis bancarias es fundamental para poner en marcha los préstamos durante la fase de crecimiento de desapalancamiento. Por el contrario, en Japón, el hecho de reconocer y resolver los préstamos en mora en el sector empresarial pesaba sobre los bancos japoneses desde hace más de una década.

Al comienzo de la crisis de 2008, el gobierno de EEUU proporcionó liquidez y capital a los bancos, y obligó las fusiones y creación de bancos. Como resultado, EE.UU posee un sistema bancario ahora mas estabilizado. España ha sido más lenta en reestructurar su sector bancario.

---

<sup>3</sup> Riesgo de Impago.

Durante el 2007, el gobierno de España contribuyó a la adopción de una amplia gama de medidas para reforzar la firmeza del sector financiero. Estas medidas incluyen procesos de integración entre las cajas de ahorros y la otorgación de préstamos a las entidades financieras con el fin de que se recapitalizaran.

En el 2009, el Gobierno Español aprobó su primera reforma bancaria. Se fundó el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) con el objetivo de facilitar la reestructuración de entidades en crisis cuando estas no puedan llevarlo a cabo con sus recursos propios, y para la fusión voluntaria de entidades viables. Para alcanzar tal fin se dotó al FROB con 9.000 millones de euros.

La segunda reforma se llevó a cabo en el año 2011. Se buscó la mejora de la capitalización de entidades financieras con el establecimiento de unas normas sobre la cobertura del capital principal, siguiendo los acuerdos de la Unión Europea. Para ello se fijaron nuevas exigencias de capital: un mínimo de un 8% sobre los activos considerados de riesgo (para entidades que cotizaran en bolsa) y un 10% en las cajas.

A comienzos del 2012, con la llegada de Mariano Rajoy al gobierno se llevó a cabo una tercera reforma bancaria. Sus principales medidas eran:

- 1- Aumentar las provisiones de las entidades bancarias en 50.000 millones de euros. La principal causa para llevar a cabo esta reforma era la extrema debilidad que presentaban los bancos con activos tóxicos.
- 2- Limitar el sueldo de los directivos que han recibido ayudas públicas del FROB a 600.000 euros y 300.000 euros los que han sido intervenidos por el Estado.
- 3- El FROB podrá comprar bonos contingentes convertibles<sup>4</sup> para contribuir al saneamiento de las entidades bancarias (se amplió el fondo de capital de 9.000 millones a 15.000 millones).

En Mayo del 2012 se aprobó una cuarta reforma. El ejecutivo dictó una ley que obligó a la Banca a aumentar la provisión de créditos sanos a 30.000 millones de euros. A finales de Julio se dio a conocer la quinta reforma que incluye la creación del denominado “banco malo” y aumentar los requisitos de solvencia de las entidades.

---

<sup>4</sup> Si las entidades entran en pérdidas o se reduce su nivel de capital por debajo del exigido, los bonos contingentes convertibles, se convierten automáticamente en acciones. En ese caso, el FROB pasa a convertirse en accionista de la entidad bancaria.

Actualmente, el sector financiero de España se enfrenta a dificultades continuas: el Banco de España estima que casi la mitad de los préstamos para el desarrollo inmobiliario tienen dificultades para pagarse y además, el saneamiento de la banca Española alcanzará el semejante a un 20% del PIB. Por ello, el BDE está sistematizando un enredado programa de reestructuración y recapitalización, el Memorando de Entendimiento (MoU), acordado con las autoridades europeas en el año 2012, para restaurar la confianza, estabilizar el sector y situarlo en una posición más sólida de cara al futuro.

- ¿Existe un plan creíble para la sostenibilidad fiscal a largo plazo?

En el caso de Finlandia, el país descubrió que puede ser extremadamente difícil determinar el momento adecuado para comenzar la reducción del déficit con el fin de evitar una agresiva recesión.

En Suecia, el Partido Social Demócrata hizo campaña sobre la necesidad de austeridad fiscal en 1994 y ganó las elecciones. A medida que el nuevo gobierno comenzó a reducir los gastos, el crecimiento económico repuntó con fuerza. A continuación, aplicó varios años de reducción del déficit gradual para llegar a un presupuesto equilibrado para 1998. En la siguiente década, Suecia vivió un período de crecimiento económico sostenido con el que consiguió reducir su deuda pública a la mitad.

En España, el gobierno anunció un ambicioso proyecto de reducción del déficit en el 2010: reducir el déficit de un 11% respecto al PIB del año 2009 al 4,4% en el 2012. Sin embargo, nuestro país no alcanzó esa cifra, quedándose en el 10,6%.

Para reforzar la confianza en los mercados, el gobierno Español reformó su Constitución en el 2011 para crear un presupuesto equilibrado. Además se aprobó la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera con límites de gasto y mecanismos de control para todas las Administraciones Públicas.

Durante el 2012, se llevaron a cabo una serie de reformas y medidas nunca antes vividas en España. Las más destacables son:

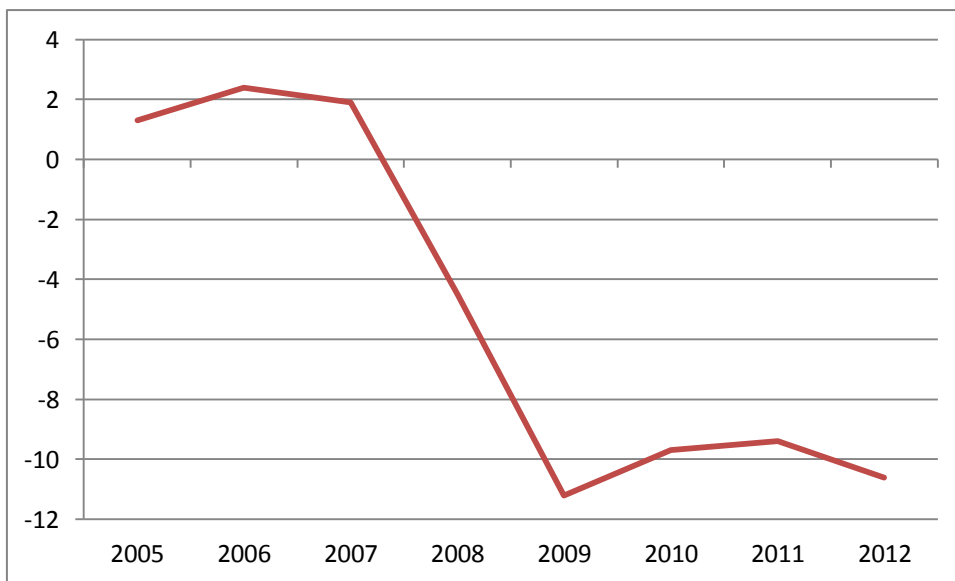
Medidas para la Consolidación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El IVA general pasa del 18% al 21%, y el gravamen reducido, del 8% al 10%.</li> </ul>
-------------------------------	--

Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Puesta en marcha de un gravamen complementario, temporal y progresivo a la cuota íntegra del IRPF de hasta un 7%.</li> <li>• Reforma del Impuesto de Sociedades para evitar grandes diferencias en el tipo efectivo.</li> <li>• Subida del Impuesto sobre las Labores del Tabaco.</li> </ul>
Medidas contra el Fraude Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un mayor control e inspección han permitido mejorar los resultados contra el fraude fiscal en casi un 25%.</li> <li>• Plan de Lucha contra el Empleo Irregular y fraude a la Seguridad Social.</li> </ul>
Reforma del sector Público	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transparencia Mensual de las cuentas públicas de las Comunidades Autónomas.</li> <li>• Reducción de las Empresas y Fundaciones Públicas de las Comunidades Autónomas.</li> <li>• Reducir los gastos incluidos en los planes Económico-Financieros: reducción del gasto corriente en casi 9.500M€, rebaja de más de 3.600M€ en gastos de personal, la reducción de subvenciones y transferencias.</li> <li>• Aprobación de la Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local, para delimitar las competencias municipales, evitar duplicidades y suprimir estructuras administrativas redundantes.</li> <li>• Reducción del número de concejales.</li> <li>• Estableciendo un baremo en los sueldos de los alcaldes para homologarlos.</li> <li>• Racionalización del acceso a los servicios sanitarios.</li> </ul>
Garantía del Sistema de Pensiones	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incrementar progresivamente la retribución a la Seguridad Social.</li> <li>• Ampliar y reforzar la obligación a cotizar, mejorando el sistema de recargos por retraso.</li> <li>• Aumento de la vida laboral, estableciendo nuevas cláusulas de jubilación.</li> <li>• Reestructuración del sistema de bonificaciones.</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Modificación del subsidio de desempleo a los mayores de 55 años.</li> </ul>
--	--

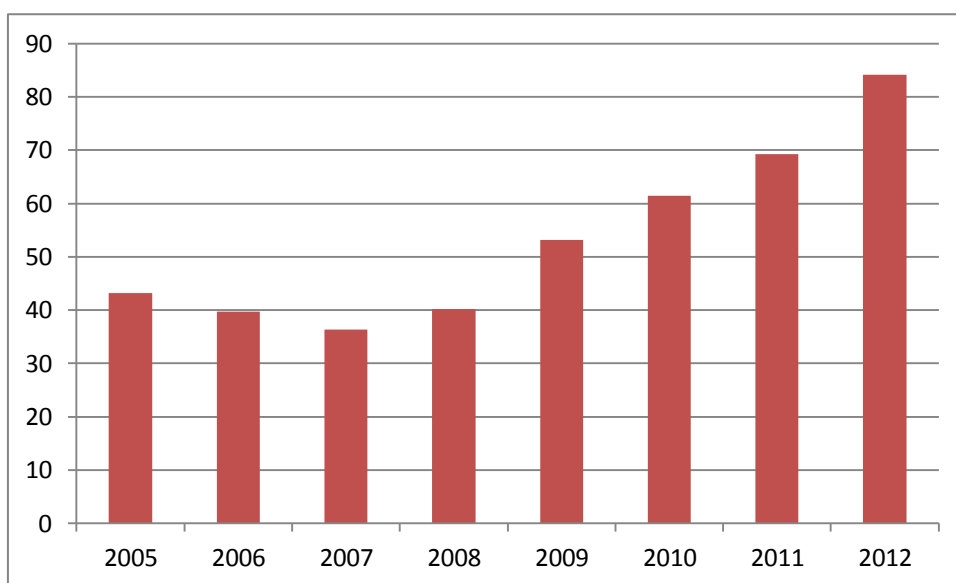
El gráfico 13 muestra la evolución del superávit/déficit público en España desde el 2005 al 2012. Durante el 2010 se produjo una subida de los ingresos públicos debido al aumento de los impuestos que moderaron a la alza el déficit. En el 2011, el déficit español vuelve a desmoronarse por las ayudas públicas a la banca.

**Gráfico 13 – Evolución del Déficit Público en España.**



*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de datosmacro.com.*

Aunque la deuda pública de España se situó en un modesto 40 por ciento del PIB en 2008, desde que entró en la crisis financiera, la deuda pública de España ha tenido unos inusuales altos índices de deuda/PIB.

**Gráfico 14 – Deuda Pública de España en % del PIB.**

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de datosmacro.com.*

En contraste a España, Estados Unidos aún no ha adoptado un plan de reducción del déficit a largo plazo.

- ¿Se están llevando a cabo reformas estructurales?

Suecia y Finlandia promulgaron importantes reformas estructurales que ayudaron a despejar el camino hacia una recuperación más fuerte y el crecimiento sostenible. El cambio más radical fue la entrada en la Unión Europea en 1995, que permitió a ambas naciones atraer más inversión extranjera y aumentar las exportaciones. Además, se aprobaron reformas para aumentar la productividad y estimular el crecimiento en sectores como el comercio minorista y la banca.

Por ejemplo en Suecia, desde 1992 hasta el 2001, la producción del sector privado ha aumentado un 3,3% anualmente. Por el contrario, Japón (que cuenta con empresas altamente productivas, orientadas a la exportación, y muchas empresas pequeñas y menos productivas) no ha realizado ninguna reforma estructural para aumentar la producción por lo que ha experimentado una caída en la productividad durante las últimas dos décadas.

España comenzó una serie de reformas estructurales con el fin de adaptar su presupuesto y conseguir reducir el déficit de su economía. En el 2011 el Gobierno de España llevó a cabo una reforma en sanidad para mejorar la sostenibilidad del sistema



sanitario con la introducción de unos incentivos claros de control de la demanda (copagos).

Durante el 2012, fue aprobada la Reforma de la Legislación Laboral en España con el fin de facilitar la contratación, potenciar los contratos indefinidos y dificultar el despido. Uno de los aspectos de la reforma que más repercusión obtuvo por parte de los ciudadanos fue la supresión del requerimiento de autorización para poder extinguir contratos de trabajo colectivamente y la modificación de los despidos por causas objetivas. Entre las medidas que incluye la nueva reforma podemos destacar:

- Acuerdo de los agentes sociales para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012, 2013 y 2014. Los sueldos y salarios no podrán exceder el crecimiento del 0,5% en 2012 y del 0,6% en 2013.
- Nuevo contrato indefinido de apoyo a los emprendedores con el fin de fomentar la creación de empleo y reducción de la dualidad laboral.
- Racionalización de los costes de despido para favorecer la eficiencia del mercado.
- Un Plan Anual de Política de Empleo que servirá para coordinar las políticas activas de empleo entre las Comunidades Autónomas.

En cuanto a los primeros resultados de la reforma laboral, hemos podido apreciar que:

- Los costes laborales unitarios se redujeron en 0,4 y 0,7 durante el primer y segundo trimestre respectivamente. Sin embargo, la media europea ha aumentado un 0,3% y 0,4%.
- Desde Septiembre del 2012 se han realizado unos 57.000 contratos indefinidos de apoyo a emprendedores.
- Ha aumentado en un 25% más el número de ocupados con contrato a tiempo parcial con respecto al 2011.
- Entre marzo y julio de 2012 se han reducido en un 25% los trabajadores afectados por despidos en las medidas de carácter colectivo.
- Entre marzo y junio de 2012, el número de contratos para la formación y el aprendizaje con menores de 30 años se incrementó un 5,4% respecto al mismo periodo del año anterior.

También se realizó una reforma educativa con las siguientes medidas a destacar:

- Incremento del número de alumnos por aula en educación no universitaria.
- Reestructuración del sistema de becas.
- Revisión del sistema de matriculas universitarias.
- Modificación en el régimen de profesorado.

Actualmente, el Gobierno Español ha dado luz verde al proceso de unificación del mercado español, antes diversificado por la barbaridad de normativas autonómicas que dificultaban a las empresas ofrecer sus productos y servicios. Con esta nueva normativa que incluirá una única licencia, se planea incrementar en 10 años el PIB con 1500 millones de euros.

- ¿Hay un crecimiento de las exportaciones?

En Suecia y Finlandia, las exportaciones fueron un factor clave de crecimiento en la segunda fase de desapalancamiento (que cité anteriormente). Las exportaciones suecas crecieron un 9,7% cada año durante 1994 al 1998, mientras que las exportaciones Finlandesas crecieron un 9,4% anualmente durante el mismo período. Durante la década de 1990, el valor real de las exportaciones en ambos países casi se duplicó. El Superávit por cuenta corriente de Finlandia se quintuplicó durante los años 1991-1995, debido en gran parte al éxito global de Nokia. En 2000, la empresa de telecomunicaciones representó alrededor de un cuarto de las exportaciones en términos de valor, y su contribución al crecimiento anual del PIB alcanzó 1,9 puntos porcentuales. En Suecia, el éxito de las exportaciones se basaba principalmente en las empresas multinacionales. El auge de los dos países se vio favorecido por las depreciaciones de la moneda de un tercio o más de su valor durante la crisis.

En Estados Unidos, las exportaciones cayeron bruscamente durante la crisis, pero se han recuperado con fuerza: en los dos últimos años las exportaciones han contribuido al PIB más de lo que hicieron en los siete años anteriores a la crisis.

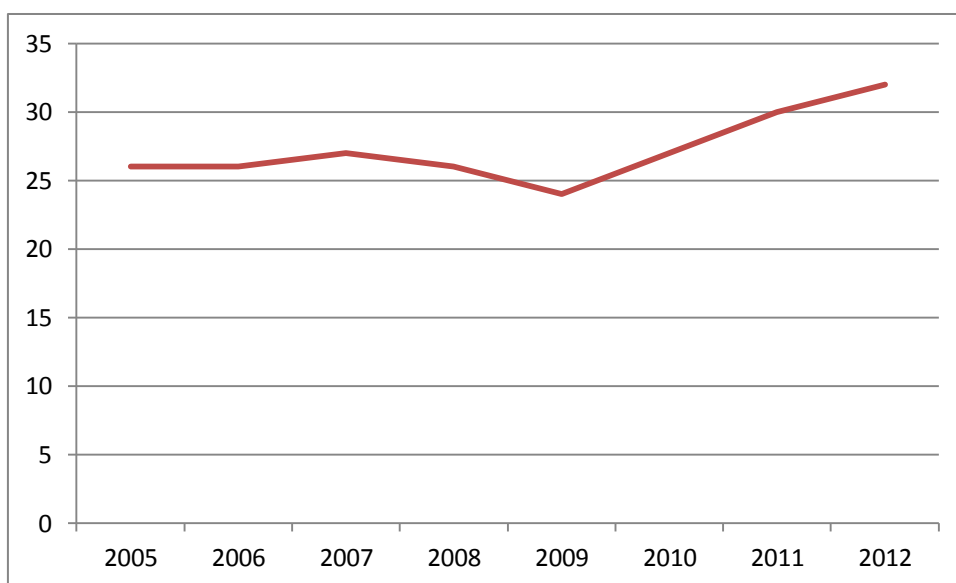
En España, el turismo y la exportación son esenciales. Tras la crisis financiera del 2007 y la recesión en Estados Unidos, las cifras de exportaciones y turismo se han visto afectadas positivamente. Gracias a este incremento se ha podido reducir el déficit comercial, diferencia entre las importaciones y exportaciones. La razón de este incremento es debido a:

- España es uno de los mayores exportadores del mundo.

- Las ganancias de competitividad por la rebaja de precios y costes laborales.
- El mejor acceso a los mercados emergentes.
- Las grandes multinacionales españolas como Zara o Telefónica. La aportación de las pequeñas y medianas empresas es muy residual (sus ventas tan solo representan el 0,005% del total).

A continuación, en el Gráfico 15 se muestra la evolución de las exportaciones y la balanza de pagos del Estado Español en el Gráfico 16:

**Gráfico 15 – Exportaciones en España (% PIB).**

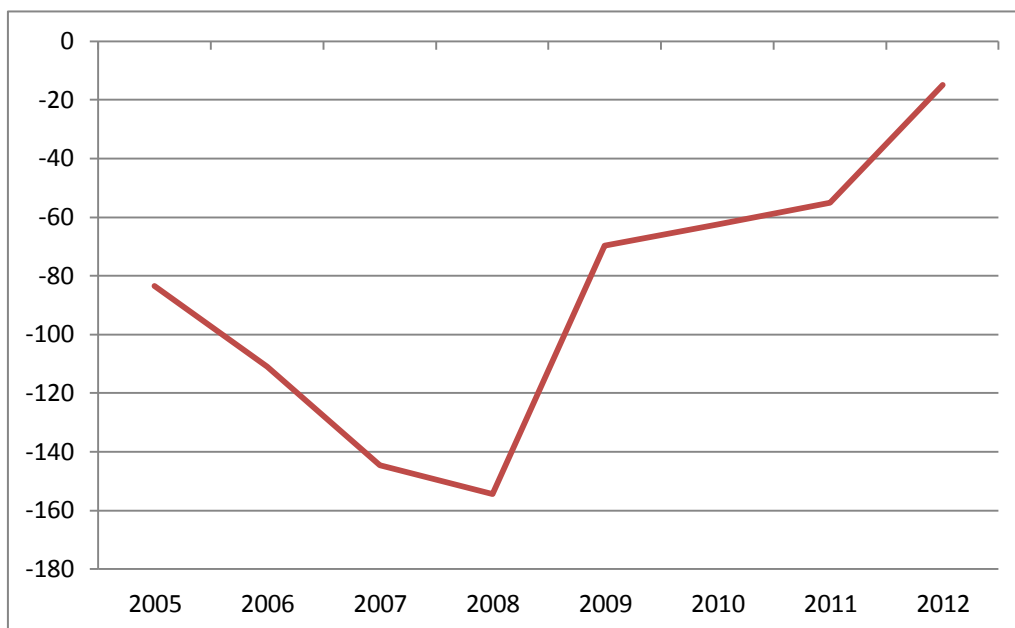


*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco Mundial.*

Como podemos observar en el Gráfico 16, el saldo de la balanza por cuenta corriente ha ido aumentando desde el comienzo de la crisis gracias a factores tan determinantes como el aumento del turismo y las exportaciones; y la caída de las importaciones.

En el primer semestre del 2013 la economía española mostró por primera vez signos de recuperación, hacía dieciséis años que no se conseguía un superávit en la balanza de pagos.

**Gráfico 16 – Evolución del Saldo Cuenta Corriente de España (miles de millones de €).**



*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco Mundial.*

- ¿Está aumentando la inversión privada?

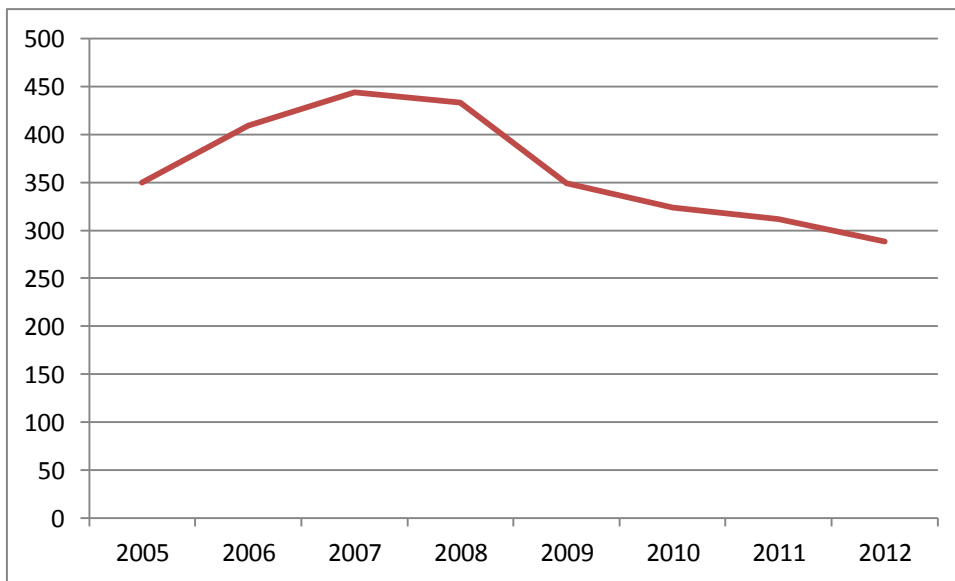
Una reactivación de la inversión privada es esencial para estimular la recuperación y el reequilibrio. En Suecia, la inversión se redujo drásticamente después de la caída de 1990, pero empezó a crecer con fuerza durante su recuperación. De 1994 a 1998, la inversión privada se incrementó un 9,7% anual, la misma tasa que las exportaciones. En Finlandia, la inversión creció un 8,6% anual entre 1994 y 1998. Esto es el triple que la tasa de crecimiento del consumo durante ese período. La Unión Europea ayudó a ambos países nórdicos a atraer la inversión extranjera, además de la inversión de las empresas nacionales. Esta experiencia contrasta con Japón, donde la inversión privada sigue siendo baja después de la crisis financiera. La falta de inversión privada ha obstaculizado el crecimiento y prolonga la recuperación.

Hoy en día, la inversión privada anual en los Estados Unidos es igual a aproximadamente al 12% del PIB, aproximadamente un 5 puntos por debajo de los máximos previos a la crisis. Desde que comenzó la crisis, la inversión privada fuera del sector inmobiliario se redujo drásticamente, pero ha comenzado a recuperarse en los últimos trimestres. La American Society of Civil Engineers estima que el país necesita

200 millones de dólares en infraestructura de inversión durante cinco años para mantener y mejorar infraestructura de la nación.

La inversión privada en España es uno de los principales motores del crecimiento económico. En los primeros meses del 2009 los flujos de capital privado cayeron un 18% en nuestro país, lo que supone que se dejaron de invertir casi 50.400 millones de euros. En el gráfico 17 podemos ver una evolución de la inversión privada en España:

**Gráfico 17 – Inversión Privada en España (miles de millones de \$)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.*

Según los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), la inversión de los hogares fue la que más sufrió, con un recorte del 20,3% y 18.836 millones de euros menos. También las empresas han recortado preocupantemente sus inversiones. En el año 2010, los flujos de inversión de las compañías españolas se redujeron un 19,4%, lo que se traduce en que 33.210 millones de euros menos fueron destinados a la actividad económica nacional.

- ¿Se ha estabilizado el mercado inmobiliario?

El sector de la vivienda ayudó a crear la excesiva deuda de Estados Unidos (y la de España), por lo que a su vez, juega un papel muy importante en su recuperación económica. Ahí quedan las palabras de John Maynard Keynes, quién aconsejó al presidente Franklin Roosevelt después de la "Segunda depresión" de 1937, "*La vivienda*

*es, con mucho, la mejor ayuda para la recuperación debido al gran potencial de la demanda"*

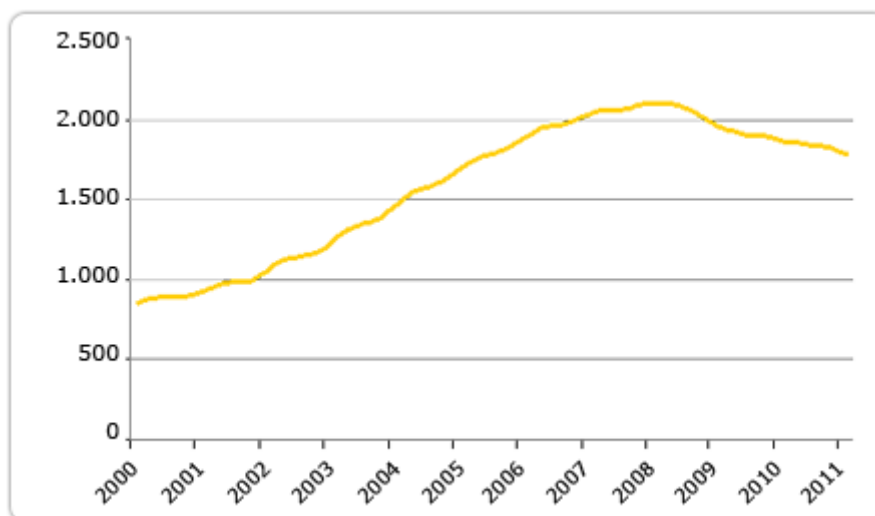
Durante los episodios de desapalancamiento Sueco y Finlandés, los mercados de vivienda se estabilizaron y comenzaron a expandirse a medida que la Economía se recuperó. El renacimiento de la vivienda, a su vez, impulsó la demanda de bienes duraderos.

Durante el 2011, los precios de las viviendas en EEUU continuaron bajando en muchas partes del país. Por lo tanto, sin una estabilización de los precios, la recuperación económica sería más difícil.

El boom del crédito aceleró la economía Española, un país que se encontraba entre los países con mayor crecimiento en Europa. Con la llegada del euro en 1999, los tipos de interés españoles cayeron un 40% igualándose a los tipos de interés de los otros países europeos. Esto ayudó a crear un boom inmobiliario creando cinco millones de viviendas cuando el número de familias aumento en 2,5 millones.

Desde el año 2008, momento en el que los precios de la vivienda en España alcanzaron su máximo, los precios han caído un 17% en términos nominales y más de un 22% en términos reales. A continuación, podemos observar la Gráfica 18 con una detallada evolución de los precios de la vivienda con base al año 1995:

**Gráfico 18 – Evolución del Precio de la vivienda (en términos reales) en España.**



*Fuente: Ministerio de fomento.*

España no solo se tiene que enfrentar a los problemas de la burbuja inmobiliaria sino también a un alto nivel de apalancamiento de las empresas. Podemos decir, también, que la permanencia de España en la Unión Europea y las restricciones de su gobierno son los limitadores de su crecimiento.

## Capítulo V: “Limitaciones de la Zona Euro”

Al comparar España con Japón, EEUU, Noruega o las crisis de Finlandia y Suecia del pasado, un elemento claramente diferenciador es la pertenencia de España a la Zona Euro. Los estados pertenecientes a la Unión Europea no pueden variar el tipo de cambio a sus necesidades ni tampoco las condiciones monetarias que establecen la tasa de inflación, lo que permitiría mitigar la recesión. En consecuencia, una posible solución sería realizar una serie de ajustes que incluirían reformas hacía una mejor asignación de los recursos, reestructuración Bancaria y estrategias creíbles de consolidación fiscal. Otra solución sería la salida del euro.

Según Guillermo De La Dehesa (2012), existen algunas limitaciones en la Zona Euro que es importante comentar. Desde el comienzo de su creación se sabía que la Unión Europea no iba a ser un “área monetaria óptima” como existe en Estados Unidos o Canadá, por las siguientes razones:

La primera con la que nos encontramos es la inexistencia de una movilidad perfecta de la fuerza laboral y de los capitales dentro de la zona euro debido principalmente a las barreras idiomáticas. Esto afecta a los sistemas de contratación y negociación colectiva, totalmente diferente en cada país miembro. Además, la integración bancaria y financiera es mínima.

Otra de las razones que ayudan a explicar el “fracaso” de la zona euro es la falta de unión fiscal y política a través de una federación o una confederación de estados que permita controlar los déficits y las deudas de los estados miembros; y ayudar a los que se encuentren en crisis.

Por último, la Unión Monetaria requiere un Banco Central que sirva de prestamista, en casos de última instancia, cuando los estados miembros se encuentren en extremadas situaciones.

Además de las razones comentadas anteriormente, existen otras que demuestran la incapacidad de la Zona Euro para resolver la gestión de la crisis de deuda:

- a) Los inversores se han dado cuenta de que la deuda soberana de los estados miembros de la Zona Euro tiene menores probabilidades de ser pagada que la de



otros estados desarrollados independientes como Estados Unidos, Japón, Reino Unido o Suecia. De La Dehesa (2012) razona esta teoría diciendo que el Banco Central Europeo no puede ayudar a los tesoros de los estados miembros de la zona euro a pagar la deuda ya que sólo puede comprarla en el mercado secundario y en cantidades limitadas por razones de mejora del sistema de transmisión de su política monetaria o incluso ayudar a mantener bajas las expectativas de inflación a medio y largo plazo, que es su objetivo principal en su política de mantenimiento de la estabilidad de precios. En definitiva, el BCE no puede pagar o comprar la deuda emitida por los países miembros.

- b) No hay ningún fondo o presupuesto monetario europeo para dar estabilidad al conjunto de la Zona Euro. Lo más parecido es el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, pero resulta inútil para poder hacer frente a los problemas de Italia y España.
- c) Los bancos que son los que más deuda soberana compran de su país en el mercado primario, también son los que más transacciones realizan en el mercado secundario, porque la venden y la compran a los inversores privados y porque es el activo financiero que es más seguro a corto y largo plazo. Esto significa que si la deuda soberana sufre caídas de precio elevadas en los mercados, como ha ocurrido ya con la deuda soberana de la mayoría de los estados miembros de la Zona Euro, al no ser una verdadera deuda soberana sino sólo “subsidiaria”, los balances de los bancos pueden mostrar importantes minusvalías en aquellas tenencias de bonos soberanos que tienen en sus carteras de negociación y en las carteras de “disponibles para la venta”.

Aún así, no todo han sido malas experiencias con el euro. La Unión Europea ha beneficiado a España y el resto de países miembros de múltiples maneras. Entre ellas podemos destacar:

- a) Mayor poder de negociación. Al contar con el respaldo del resto de países miembros, España se ha visto beneficiada en muchas negociaciones con países como por ejemplo, Marruecos.
- b) Reducción de los costes directos. La eliminación de las aduanas entre los países de la Unión Europea ha permitido abaratar el coste directo de las exportaciones.

- c) Fomento de la especialización. Cada país podrá especializarse en un sector que cuente con mayores recursos.
- d) Favorece la creación de acuerdos de cooperación entre los países miembros.
- e) Favorece las economías de escala. Los altos costes producidos por las empresas pueden verse compensados con las ventas en el mercado de la Unión Europea.
- f) Elimina riesgos del tipo de cambio. Las empresas podrán instalarse en cualquier país perteneciente a la zona euro sin temor a que se vean perjudicadas por el efecto de las devaluaciones.

En estos diez primeros años de experiencia con el euro, muchos han sido los países que han solicitado su ingreso en la Unión Europea y en la Zona Euro, como por ejemplo: Chipre o Malta. Sin embargo, a partir de la crisis, esta situación se ha visto agravada como pudimos ver en el caso de Grecia, donde más de una vez se planteó su expulsión de la Zona Euro. Aún así, nos es muy difícil llegar a una conclusión sobre los pros y los contras de pertenecer a la Zona Euro, pero damos por hecho que la segunda década del euro prometerá muchos e interesantes cambios.

## Conclusiones

La conclusión principal que se obtiene después de analizar algunas de las crisis de deuda más importantes de la historia (aunque la nuestra, difiera del resto debido a su complejidad e intensidad) es que ningún país puede salir de una crisis financiera y de deuda sin adoptar una serie de medidas y reajustes económicos para actuar contra ella.

Cómo he señalado en páginas anteriores, estas medidas deberían contemplar profundas reformas estructurales con el fin de conseguir una balanza de pagos positiva, una estrategia fiscal sostenible, una constante y elevada inversión privada, y una estabilización de precios en la vivienda. Medidas todas ellas importantes, pero difíciles de conseguir en una economía en recesión.

Es evidente que, estas medidas estructurales, afectarán de modo muy distinto a los diferentes grupos socio/económicos de nuestro país, como lo es también, que muchos de estos grupos se opondrán a ellas, en un intento por defender sus intereses. Pero lo que parece evidente es que a la larga, estas medidas serán beneficiosas para conseguir el equilibrio financiero que tanto necesita nuestra economía.

Los principales objetivos para la economía española a corto plazo se centran en estos momentos en recuperar la competitividad perdida, disminuir la tasa de paro y estabilizar el sistema financiero, tareas ciertamente arduas, en una economía como la nuestra, renqueante.

Sin embargo, no todo son malas noticias en lo que a nuestra economía se refiere. En 2012, nuestra balanza de pagos registró un superávit, por primera vez desde 1997, gracias al aumento de las exportaciones. Se trata evidentemente de un dato positivo, esperanzador, que invita al optimismo y que nos hace soñar con una recuperación, que aunque lenta, parece segura.

Para los países de la Unión Europea, resulta muy difícil solucionar de forma individual, al margen de los demás miembros, sus problemas económicos. Urge por ello, una mayor uniformidad fiscal para tratar de optimizar el funcionamiento del euro y la llamada Eurozona, ya que las herramientas de política económica para afrontar una crisis de esta envergadura se han visto reducidas. Además, no tiene mucho sentido que en una zona de unión económica, los países compitan (existen diversos y dispares

sistemas tributarios como consecuencia de que éstos son parte integrante de cada Estado) por tener mayores ventajas fiscales.

Por último, es de esperar que la situación económica actual nos sirva de experiencia para situaciones futuras. El prolongado crecimiento económico (hasta el año 2007) y la cruel recesión acaecida desde entonces, nos ayudarán a entender que, como indicaba la fábula de la hormiga y la cigarra, durante los períodos de auge también es necesario realizar esfuerzos y ajustes para prevenir las tempestades del futuro. Por tanto, se concluye que el legado de la deuda adquirida nos acompañará durante mucho tiempo, ya que como suele ocurrir en los períodos de acumulación de deuda (por ejemplo: durante las guerras y post-guerras) tardará mucho tiempo en reducirse.

## Bibliografía

Akerloff, George y Shiller, Robert. (2009). *Animal Spirits*.

Balance y Reformas Estructurales. (2012). Consultado el 10 de Septiembre del 2013, Marca España, web de noticias relacionadas con la actividad de España dentro y fuera de sus fronteras.

<http://marcaespana.es/upload/subhomes/documentos/EstrategiaEspanyolaPoliticaEconomica.pdf>

Exportaciones de bienes y servicios (% del PIB). (2013). Consultado el 12 de Agosto del 2013, Banco Mundial, página de indicadores económicos:

<http://datos.bancomundial.org/indicador/NE.EXP.GNFS.ZS>

Bau, Javier. (2012). *La deuda española, un mal endémico*. Consultado el 15 de Junio del 2013, Periódico Digital Cinco Días:

[http://cincodias.com/cincodias/2012/08/19/mercados/1345591601\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2012/08/19/mercados/1345591601_850215.html)

Blanchard, Oliver. (2006). “Macroeconomía” (5ª Edición). Editorial Pearson, 21, 485-503.

Blanchard, Oliver. (2006). “Macroeconomía” (5ª Edición). Editorial Pearson, 20, 463-470.

Buchanan, James M. (2008). “Public Debt”. *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Segunda Edición.

Costas, Antón. (2012). “Esto no tiene ni pies ni cabeza”. Consultado el 15 de Julio del 2013, El País, periódico digital.

[http://economia.elpais.com/economia/2012/10/26/actualidad/1351250196\\_065961.html](http://economia.elpais.com/economia/2012/10/26/actualidad/1351250196_065961.html)

Crecimiento real del PIB (%). (2013). Consultado el 13 de Agosto del 2013, Banco Mundial, web de estadísticas:

<http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?page=3>

Crecimiento PIB per cápita. (2013). Consultado el 12 de Agosto del 2013, Banco Mundial, web de estadísticas:

<http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.CD>

Déficit Público Español con respecto al PIB. (2013). Consultado el 12 de Agosto del 2013, Datos Macro, web de estadísticas:

<http://www.datosmacro.com/deficit/espana>

Desempleo total (% población activa). (2013). Consultado el 12 de Agosto del 2013, Banco Mundial, web de estadísticas:

<http://datos.bancomundial.org/indicador/SL.UEM.TOTL.ZS>

Deuda Pública Española con respecto al PIB. (2013). Consultado el 12 de Agosto del 2013, Datos Macro, web de estadísticas:

<http://www.datosmacro.com/deuda/espana>

Deuda Pública Japonesa, Sueca, Finlandesa y Noruega con respecto al PIB. (2013). Consultado el 7 de Agosto del 2013, Trading Economics, una web de estadísticas:

<http://www.tradingeconomics.com/>

De la Dehesa, Guillermo. (2011). “Siete lecciones de la crisis de la deuda soberana de la Eurozona”. Consultado el 12 de Julio del 2013, Finanzas para mortales, página web de noticias económicas:

<http://www.finanzasparamortales.com/qu%C3%A9-est%C3%A1-pasando/siete-lecciones-de-la-crisis-de-la-deuda-soberana-de-la-eurozona>

Díez, José Carlos. (2013). “Hay vida después de la Crisis” (2ª edición). Plaza Janés.

Dillard, D. (1962). “La Teoría Económica de John Maynard Keynes”. Editorial Aguilar. Madrid.

Evolución del Precio de la Vivienda en España. (2012). Consultado el 15 de Agosto del 2013, Web del Ministerio de Fomento, Gobierno de España:

[http://www.fomento.es/MFOM/LANG\\_CASTELLANO/\\_ESPECIALES/SPANISHREALESTATE/PRECIOS/EVO\\_MEDIA\\_NAL/](http://www.fomento.es/MFOM/LANG_CASTELLANO/_ESPECIALES/SPANISHREALESTATE/PRECIOS/EVO_MEDIA_NAL/)

Fondo Monetario Internacional. (2012). “Coping with high debt and sluggish growth”. Capítulo 3: The good, the bad and the ugly: 100 years of dealing with public debt overhangs, 112-125.

Inversión Privada en España. (2013). Consultado el 14 de Agosto del 2013, Instituto Nacional de Estadística, web de estadísticas:

<http://www.ine.es/fmiFrontEnd/fmi.jsp?L=0>

Krugman, Paul. (2012). “El Secreto de nuestra falta de éxito”. New York Times.

McKinsey Global Institute. (2012). “Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth”. McKinsey & Company. Informe.

Olmo, Guillermo D. (2012). “España y la Deuda Pública, una historia de dificultades e impagos”. Consultado el 10 de Junio del 2013, ABC, periódico digital.

<http://www.abc.es/20101221/archivo/deuda-publica-historia-201012201139.html>

Política Fiscal y Presupuestaria Española. (2008). Consultado el 5 de Agosto del 2013, Universidad de Alcalá.

[http://www2.uah.es/economia\\_aplicada/esquemas%2006-07/13\\_P\\_FISCAL.pdf](http://www2.uah.es/economia_aplicada/esquemas%2006-07/13_P_FISCAL.pdf)

Saldo en cuenta corriente. (2013). Consultado el 12 de Agosto del 2013, Banco Mundial, página de indicadores económicos:

<http://datos.bancomundial.org/indicador/BN.CAB.XOKA.CD>

Reinhart, Carmen M. y Rogoff, Kenneth S. (2008). “Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”. American Economic Review: Papers & Proceedings, 98:2, 339–344.

<http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.98.2.339>

Reinhart, Carmen M. y Rogoff, Kenneth S. (2008). "BANKING CRISES: AN EQUAL OPPORTUNITY MENACE". National Bureau Of Economic Research Working Paper No. 14587.

Reinhart, Carmen M. y Rogoff, Kenneth S. (2009). "International Aspects of Financial-Market Imperfections, The Aftermath of Financial Crises". Consultado el 14 de Julio del 2013, American Economic Review: Papers & Proceedings, 99:2, 466–472:

<http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.99.2.466>

Ritschl, Albrecht. (1996). "Sustainability of High Public Debt: What the Historical Record Shows". Consultado el 13 de Junio del 2013, Distilled Magazine, revista digital económica:

[http://distilledmagazine.com/wp-content/uploads/2013/01/Stockholm\\_reconstructed.pdf](http://distilledmagazine.com/wp-content/uploads/2013/01/Stockholm_reconstructed.pdf)

Rogoff, Kenneth S. (2011). "Nightmare on Kaiserstrasse". National Association for Business Economics, Business Economics, Vol. 46, No. 4, 191–194.

Tasa inflación, precios al consumidor (% anual). (2013). Consultado el 12 de Agosto del 2013, Banco Mundial, web de estadísticas:

<http://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG?page=6>