

ANÁLISE ECONÓMICA • 64

Marta Vázquez Suárez
Universidade de Santiago de Compostela

Setembro 2017

**LA CRISIS ECONÓMICA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO DE LA
CRISIS EUROPEA**

CONSELLO EDITOR:

José Antonio Aldrey Vázquez

Dpto. Xeografía.

Manuel Antelo Suárez

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

Juan J. Ares Fernández

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

Xesús Leopoldo Balboa López

Dpto. Historia Contemporánea e América.

Roberto Bande Ramudo

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

José Caamaño Alegre

Dpto. Economía Aplicada.

Ana Cabana Iglesias

Dpto. Historia Contemporánea e América.

Joam Carmona Badía

Dpto. Historia e Institucións Económicas.

Luis Castañón Llamas

Dpto. Economía Aplicada.

Francisco Ramón Durán Vila

Dpto. Xeografía.

María do Carme Espido Bello

Dpto. Historia e Institucións Económicas.

Melchor Fernández Fernández

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

Ángel Ignacio Fernández González

Dpto. Historia e Institucións Económicas.

Manuel Fernández Grela

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

Lourenzo Fernández Prieto

Dpto. Historia Contemporánea e América.

Carlos Ferrás Sexto

Dpto. Xeografía.

Ana Isabel García Arias

Dpto. Economía Aplicada.

Xesús Giráldez Rivero

Dpto. Historia Económica.

Wenceslao González Manteiga

Dpto. Estatística e Investigación Operativa.

Roberto Herranz González

Dpto. de Socioloxía.

Daniel Lanero Táboas

Dpto. Historia Contemporánea e América.

Rubén C. Lois González

Dpto. Xeografía e Historia.

López García, Xosé

Dpto. Ciencias da Comunicación.

Edelmiro López Iglesias

Dpto. Economía Aplicada.

María L. Loureiro García

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

Manuel Fco. Marey Pérez

Dpto. Enxeñería Agroforestal.

Alberto Meixide Vecino

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

Luisa Muñoz Abeledo

Dpto. Historia Contemporánea e América.

Miguel Pazos Otón

Dpto. Xeografía.

Xesús Pereira López

Dpto. Economía Cuantitativa.

María do Mar Pérez Fra

Dpto. Economía Aplicada.

Carlos J. Ricoy Riego

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

María Dolores Riveiro García

Dpto. Fundamentos da Análise Económica.

Javier Rojo Sánchez

Dpto. Economía Aplicada.

Xosé Santos Solla

Dpto. Xeografía.

Francisco Sineiro García

Dpto. Economía Aplicada.

Ana María Suárez Piñeiro

Dpto. Historia I.

Rosa María Verdugo Matês

Dpto. Economía Aplicada.

ENTIDADES COLABORADORAS

- Consello Económico e Social de Galicia

- Fundación Feiraco

- Fundación Galicia Obra Social

Edita: Servicio de Publicacións da Universidade de Santiago de Compostela

ISSN: 1138-0713

D.L.G.: C-1842-2007

La crisis económica española en el contexto de la crisis europea

Marta Vázquez Suárez¹

RESUMEN

Los problemas de coordinación y de organización institucional en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM) han provocado una crisis sistémica dentro de la Unión, generando movimientos especulativos en los mercados de deuda pública europea. Los países más afectados fueron los que contaban con un sistema productivo débil, como es el caso de España, cuyos indicadores económicos, sin embargo, mostraban una economía saneada antes de la crisis. En el presente trabajo se analiza cómo dichos movimientos especulativos se trasladaron al mercado de deuda español, afectando a la recuperación económica y al proceso de reestructuración bancaria.

Keywords: Crisis económica, coordinación de políticas UEM, unión monetaria, prima de riesgo, estabilización financiera, políticas de austeridad.

JEL Codes: E01, E61, F36, E44, E63, E62.

¹ Departamento de Fundamentos de Análisis Económico, Universidad de Santiago de Compostela. marta.vazquez@usc.es. Agradezco los comentarios y ayuda de Carlo Panico y Dolores Rivero. Por supuesto todas las limitaciones y errores del texto son responsabilidad única de la autora. Este documento forma parte del proyecto “Rethinking Finance for Stability and Growth”, financiado por la Unión Europea con el Programa Marie Curie, FP7-PEOPLE-2012-PIRSES.

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera internacional, sobre todo desde finales de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, provocó una fuerte escasez de liquidez en los mercados, generando un aumento de la demanda de activos refugio, como la deuda soberana de Estados Unidos o de Alemania. Comenzó a observarse, desde entonces, una débil divergencia de los diferenciales de los tipos de interés de deuda soberana entre los Estados de la Eurozona, debido a la mayor demanda de deuda pública alemana como activo seguro. El impacto de la crisis financiera internacional fue mayor sobre las economías con fuerte dependencia de financiación externa, como la española, que entró en recesión a finales de 2008 y mantuvo elevadas tasas de crecimiento negativas durante todo 2009. El sector bancario, en un primer momento, casi no se vio afectado y apenas hubo intervención, al contrario que en la mayoría de los países europeos. Las autoridades europeas acordaron aplicar políticas monetarias y fiscales expansivas. Pero a mediados de 2009, con la mejoría de la economía internacional, el aumento de los déficits de los países europeos y los problemas del gobierno griego, se produce un cambio de rumbo en la política fiscal. Los problemas de coordinación asociados a estas políticas, y que ya eran criticados antes de 2008, suponen el comienzo de una nueva fase de la crisis en mayo de 2010, momento en el que los mercados de deuda pública toman especial relevancia.

Las tensiones en el mercado de deuda pública griega se trasladan al resto de países, entre ellos España. Desde 2010, las autoridades españolas introducen políticas de ajuste estructural en línea con las medidas exigidas desde Europa. Además, en dicho año, se solicita la prórroga del Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB) para dar apoyo al sistema financiero español, que se ve afectado por las mayores tensiones en los mercados de deuda. La crisis europea pone así freno a la débil recuperación que se mostraba durante 2010.

En el ámbito académico, existen, en esencia, dos posturas ante los problemas de la crisis. Un grupo de autores que argumentan que los elevados tipos de interés de la deuda se deben al deterioro de los fundamentos macroeconómicos (Dellas and Tavlas, 2012, Sinn, 2011, Sibbertsen et al 2013, Honkapohja, 2014). Siendo así, las soluciones propuestas introducir políticas de austeridad, que contengan la deuda pública, y cambios “estructurales” en el mercado de trabajo y de productos, que aumenten la flexibilidad, reduzca los costes salariales y aumenten la competitividad. Según otro grupos de

autores, los desequilibrios en las cuentas públicas y exteriores, y la crisis europea, son un reflejo de los fallos de coordinación de las políticas económicas dentro de la UEM, que provocan falta de confianza en los mercados y movimientos especulativos, generando elevados costes (De Grauwe y Ji, 2012b, Wyplosz 2013, Capraro et al 2013, Perez- Caldentey y Vernengo, 2013, Nikiforos, et al. 2013).

Este trabajo contribuye a la segunda aproximación, mostrando cómo los problemas de coordinación en la Unión Económica y Monetaria (UEM) han provocado movimientos especulativos que se trasladaron hacia los mercados de deuda española, afectando a la recuperación económica y al proceso de reestructuración bancaria. A través del estudio cronológico de la evolución de la crisis europea, se muestra claramente cómo los problemas en los mercados de deuda condicionaron las actuaciones del gobierno español. Con ese propósito, se realiza un análisis de las actuaciones de las autoridades europeas y españolas ante la crisis, en base a los informes económicos del Banco de España y a la evolución de la prima de riesgo de la deuda pública española.

A partir de esta introducción, el trabajo se organiza como sigue. En el apartado dos se estudian los efectos de la crisis financiera internacional sobre la economía española, analizando las medidas adoptadas por las autoridades europeas y españolas en estos primeros momentos. El apartado tres se centra en el cambio de las políticas aplicadas en la UEM desde 2010, debido a la débil recuperación de algunas de las economías más fuertes y a los problemas del gobierno heleno. Se explican brevemente las distintas posturas ante la crisis, las medidas introducidas por parte de las autoridades españolas y europeas y se analizan los efectos de la crisis europea sobre la débil recuperación económica española. En el apartado cuatro se estudia el contagio de la crisis al resto de países de la UEM, distinguiendo tres fases: la primera, de contagio de la crisis a Irlanda y Portugal, la segunda, de inicio de negociación de la reestructuración de la deuda helena y la dimensión sistémica de la crisis y, la tercera, con la reanudación de las negociaciones de la deuda Griega y la exigencia de mayores medidas de ajuste fiscal en la UEM. Además, en cada fase, se realiza un análisis del comportamiento de las autoridades europeas y españolas y la evolución de la prima de riesgo en función de dichas actuaciones. En el apartado cinco se estudia el fin de la crisis desde 2012, cuando el mercado de deuda español pasa a ser el foco de las tensiones de la crisis europea, hasta que el Banco Central Europeo (BCE) anuncia la intervención ilimitada en los mercados de deuda pública y el apoyo a la unidad política. Por último, el apartado seis resume las principales conclusiones.

2. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL 2007-8

2.1. Las actuaciones de las autoridades europeas ante la crisis financiera

En 2007 la crisis *subprime* desencadenó una fuerte turbulencia financiera, debido a la dificultad de evaluación del riesgo de los complejos instrumentos financieros y a la fuerte exposición del sistema bancario. La disminución de la demanda de estos instrumentos dificultó la refinanciación de muchas deudas apoyadas en ellos y generó una fuerte escasez de liquidez y un aumento de las primas de riesgo. Esta caída de la demanda de productos poco líquidos y/o seguros dio lugar a una disminución de los precios de los activos y a elevadas pérdidas. Los brotes de inestabilidad financiera provocaron un aumento de la volatilidad y una huida hacia la calidad crediticia por parte de los inversores, aumentando la demanda de deuda pública como un activo refugio². La búsqueda de calidad crediticia y liquidez dio también lugar a una ampliación de los diferenciales de la deuda pública³ dentro de la UEM desde 2007, intensificándose desde la quiebra de Lehman Brothers (Banco de España 2007, p.105).

En 2008 la quiebra de Lehman Brothers aceleró el proceso de desapalancamiento y la consecuente contracción del crédito y de la liquidez en el sistema. La intensificación de la crisis dio lugar a un cambio de rumbo en la política monetaria del BCE que, desde octubre de 2008, aplicó una política de disminución de los tipos de interés oficiales, llegando a situarse en mayo de 2009 en el 1%, y de cambios en los procedimientos operativos para la creación de liquidez (Panico y Purificato, 2013). Esta política se complementó con una flexibilización de la política de provisión de liquidez⁴ y cuantiosos planes de apoyo al sistema financiero⁵, para “evitar riesgos de colapso de entidades sistémicas e impedir un ajuste excesivo de la oferta de crédito” (Banco de España 2008, p.106).

² En diciembre de 2008 los tipos de interés de deuda pública a diez años disminuyen respecto del año anterior, pasando a ser menores en EEUU que en el conjunto de la zona euro durante todo el año. En España la deuda pública también actuó como activo refugio, siendo mayores las reducciones en los bonos de deuda a menor plazo. Aun así, las primas de riesgo respecto al bono alemán aumentaron en todos los países de la zona euro, con un repunte a final de año debido a las turbulencias financieras (Banco de España, MDP, 2008).

³ El BCE apunta a distintos factores, como un cambio en la percepción del riesgo crediticio y factores relacionados con la liquidez. Por ejemplo, sugiere que en un contexto de mayor preferencia por la liquidez, la mayor actividad en los mercados secundarios de los títulos emitidos por el Estado alemán pudo beneficiar su valoración relativa (Banco de España 2008, pag.170).

⁴ Estas operaciones supusieron una expansión elevada de los activos del BCE, que aumentaron un 70%, más de 800 mil millones de euros, es decir, un 8% del PIB de la UEM. Si bien la liquidez neta fue menor porque los excesos de recursos no fueron puestos en el mercado sino que las entidades hicieron uso de las facilidades de depósito (Banco de España 2008, p.115).

⁵ Los planes nacionales de apoyo al sistema financiero contaron con dotaciones superiores al 20% del PIB de la UEM (Banco de España 2008, p116).

Además de un política monetaria expansiva, los países europeos acordaron aplicar políticas discrecionales de estímulo de la demanda en línea con el Plan Europeo de Recuperación Económica aprobado en el Consejo Europeo del 12 de Diciembre de 2008 como medida efectiva para reactivar la economía, ante un entorno de bajos tipos de interés (Banco de España 2008, p.92)⁶.

En la primera mitad del año 2009 el BCE mantuvo algunas de las medidas de apoyo a las entidades financieras, como la ampliación de la lista de activos admisibles como colateral y el suministro de fondos en operaciones a más largo plazo y en divisas. Además, se establecieron tres nuevas operaciones de provisión ilimitada de liquidez a un plazo de doce meses. En julio introdujo un programa de adquisición de “covered bonds” (que incluía cedulas hipotecarias españolas), con el objetivo de mejorar la liquidez en este segmento fuertemente afectado por la crisis.

El repunte de los déficits en diversos países de la Unión Europea, debido a las medidas de estímulo fiscal y de ayuda financiera, obliga a la Comisión Europea a iniciar, en febrero de 2009, el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) para países con déficit superior al 3% (Francia, España, Irlanda, Grecia y Malta), al relacionar el aumento de la deuda pública con mayor riesgo de impago y, por tanto, mayores primas de riesgo⁷. Sin embargo se siguieron aplicando políticas de rescate del sistema bancario, incluso a cargo de los presupuestos del Estado.

Desde mediados de 2009 los mercados y las economías internacionales parecían recuperar la estabilidad y existían perspectivas de una suave recuperación de la economía europea, lo que propicia un cambio de rumbo en la política monetaria de la UEM. Así, a finales de año, en el Consejo de diciembre, el BCE anunciaba la progresiva interrupción de operaciones de financiación extraordinarias a un año y a seis meses. El 16 de diciembre se celebraría la última operación a doce meses y en marzo de 2010 las de seis meses (Banco de España, noviembre 2009, p.19).

2.2. Las medidas adoptadas por el gobierno español

A pesar de la ralentización económica y la intensificación de la crisis financiera internacional, en España el sistema bancario parecía sólido. Según el Banco de España

⁶ Los planes presentados ascendían a un 1,1% del PIB en el área euro y un 0,8% en 2010, siendo más ambiciosos en Alemania.

⁷ El Banco de España (2008) supone como indicador de riesgo la relación entre el ratio de Deuda/PIB y la prima de riesgo de la deuda pública (en relación a Alemania). Aunque reconocen que este indicador no incluye todos los factores de riesgo, como el aumento a la exposición de los Estados al sector financiero tras los rescates bancarios.

(Banco de España 2009, p.140), el impacto de la primera crisis financiera fue menor debido al modelo de banca minorista, a las mayores exigencias regulatorias impuestas por las autoridades monetarias antes de la crisis, un mayor peso relativo de sus pasivos a largo plazo y un sistema de provisiones anti-cíclico, introducido en los años previos a la crisis⁸. Además la tasa de morosidad hipotecaria aún era muy baja. Por ello en octubre de 2008, el gobierno solo adoptó dos medidas, en base a los acuerdos del “Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro”, si bien su uso fue mucho menor que en otros países. En primer lugar, se aprueba el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF) de elevada calidad⁹ (Real Decreto 6/2008 del 10 de octubre), adscrito al Ministerio de Hacienda, para aportar liquidez a las entidades de crédito. Y un programa de avales bancarios que permitiesen garantizar las emisiones de deuda bancaria a medio plazo ante posibles impagos, por valor de hasta 100.000 millones de euros, que no se utilizó hasta el año 2009 pero que se fue flexibilizando y extendiendo posteriormente. Y se aumenta la cobertura de garantía de los depósitos de las entidades de crédito a 100.000 millones de euros¹⁰.

A principios de 2009, el FAAF había celebrado ya cuatro subastas, habiéndose colocado un volumen de fondos cercano a los 20.000 millones de euros¹¹, al tiempo que 24 entidades de crédito habían realizado emisiones utilizando el aval del Estado por un importe total de 27.400 millones de euros. La situación de las entidades financieras seguía pareciendo sólida. Solo se intervino Caja Castilla-La Mancha (CCM) en marzo de 2009, cuyos activos suponían menos del 1% del total del sistema¹². El sector

⁸ El Banco de España estableció en el año 2000 un sistema de provisiones anticíclicas conocido como el “sistema español de provisión dinámica”. Para ello los bancos han de constituir provisiones genéricas en momentos de bonanza, que atiendan a las provisiones específicas en momentos de coyuntura desfavorable (Saurina, 2002, Poveda, 2000).

⁹ El FAAF <http://www.fondoaaf.tesoro.es/SP/index.html> estaría dotado inicialmente con 30.000 millones de euros y ampliable hasta 50.000 millones euros. Se adquirirían activos de máxima calidad y después se revendían para obtener liquidez, funcionando como un préstamo público garantizado. Al ser de elevada calidad no servía para sanear los balances (Sanabria y Garzón, 2014).

¹⁰ Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, se adelantaba a la Directiva Europea 2009/14/CE (incorporada con la aprobación del RD628/2010 del 14 mayo) que elevaba la cobertura mínima a 50.000 millones de euros y a partir de 2010 a 100.000 millones de euros.

¹¹ Estas operaciones representaron entre los años 2008 y 2009 alrededor del 2% del PIB, con efectos sobre la deuda y el déficit. La última subasta fue en enero de 2009, y se disolvió oficialmente en junio de 2012 (Gordo et al., 2013).

¹² Ante la necesidad de una provisión de financiación extraordinaria y la imposibilidad de obtener una solución privada a los problemas de la caja en el ámbito del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) de Cajas de Ahorro, el Banco de España sustituye a los administradores de Caja Castilla La Mancha. Además, se aprueba el RDL 4/2009 del 29 de marzo de 2009, mediante el cual se conceden garantías, por parte de la Administración General del Estado, a las obligaciones derivadas de la financiación del Banco de España a la Caja de Ahorros de Castilla- La Mancha, según el Decreto “para superar las necesidades transitorias de liquidez”, por un importe máximo de 9.000 millones de euros. En caso de que se ejecuten las obligaciones el FDG de Cajas de

financiero español era uno de los menos afectados en estos inicios de la crisis, debido a las elevadas provisiones para insolvencia y la baja exposición al mercado subprime¹³.

En España en julio de 2009, ante el aumento de la morosidad¹⁴ y el empeoramiento de la situación económica española, se crea al amparo del Decreto Ley RDL 9/2009, y con personalidad jurídica propia el Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB)¹⁵. Tiene el objetivo de reestructurar y capitalizar el sector bancario. Buscará resolver de manera ordenada situaciones de falta de viabilidad de las entidades financieras y facilitará procesos de integración entre empresas viables.

En el 2009 el Banco de España apoyó tres planes de integración de cajas de ahorro con una suscripción por parte del FROB en participaciones preferentes por valor de 2.155 millones de euros (Banco de España, 2009), que serían aprobados en marzo de 2010.

2.3. La recesión económica en España en 2009

La crisis financiera internacional, que supuso un freno a los flujos de capital transfronterizos a finales de 2008, afectó de manera asimétrica a la economía real de los distintos países de la UEM, con un fuerte impacto en los países con mayor dependencia de la financiación externa (Lane 2012, p.7), como fue el caso de España. Las mayores dificultades de acceso al crédito afectaron negativamente a la demanda interna y al sector inmobiliario, dando lugar a una caída de la actividad económica y a un aumento de las perspectivas de pérdidas del sector bancario, con un elevado número de créditos hipotecarios.

Así, a finales de 2008 los primeros síntomas de la crisis se hacían notar en España y el crecimiento del PIB fue de tan solo el 1,2%, con un crecimiento interanual negativo en los dos últimos trimestres de -0,3% y -1,1 %, respectivamente¹⁶. El freno en la actividad inmobiliaria supuso una caída de los ingresos del Estado y un aumento de los gastos por

Ahorro reembolsará la cantidad al Tesoro Público. Los problemas de liquidez se debían a que no alcanzaba el coeficiente regulatorio de capital mínimo exigible del 8% y a las perspectivas negativas de resultados, debido a la elevada morosidad y a la baja rentabilidad. A través del ELA (Ayuda de liquidez de Emergencia) se inyectaron 3.642 millones de euros. En 2010 CCM se integró a Cajastur, la ayudas del FGD ascendieron a 596 millones de euros por pérdidas y un esquema de protección de activos (EPA) por 2.475 millones de euros (Banco de España, IEF, 2010_10, Sanabria y Garzón, 2014).

¹³ Para un análisis sobre la situación del sistema bancario español antes y durante la crisis véase Vázquez (2017).

¹⁴ Crece desde valores por debajo del 2% a tasas del 10% a finales del año 2009 (Banco de España, 2009)

¹⁵ El 26 junio de 2009, después de los problemas de Caja Castilla La Mancha, se crea el FROB, con el objetivo de reforzar el proceso de reestructuración. El FROB es aprobado por la Comisión el 28 enero de 2010 hasta junio del mismo año, con posibilidad de prórroga.

¹⁶ En Julio de 2008 Martin-Fadesa, una de las mayores empresas inmobiliarias con un pasivo de más de 5.000 millones, anuncia la suspensión de pagos, y negocia con los sindicatos un expediente de regulación de empleo en la que se llevaron a cabo 233 despidos más otros 79 voluntarios, y en febrero de 2009 se llevaron a cabo otros 283 despidos.

cotización de desempleo que, junto con las medidas de estímulo fiscal¹⁷, dieron lugar a un déficit fiscal del 4,5% en el año 2008, después de tres años de superávit.

En España la crisis económica, que comenzara a finales de 2008, se intensificó mostrando resultados negativos durante todo el año 2009, sobre todo en la primera mitad. Como comentamos, la crisis afectó principalmente al sector real y, en particular, a la demanda interna y al sector de la construcción (tabla 1). En 2009 el PIB obtuvo una tasa de crecimiento anual negativa del -3,8%. El sector secundario fue el más afectado seguido del sector de construcción, con tasas de crecimiento anuales negativas del -10% y del -7,6%, respectivamente. Además, en España la crisis afectó especialmente al mercado de trabajo con una destrucción de empleo de -6,7% lo que supuso un aumento de la tasa de paro hasta el 18% en 2009 (siendo del 8% en 2007, y del 11% en 2008). El sector en que más se redujo el empleo fue el de la construcción seguido del sector industrial, con una disminución del empleo del -24% y -11,3%, respectivamente.

Tabla 1. Tasas de crecimiento del PIB y del empleo, por sectores. Tasa de paro. 2008-2009. España. Precios constantes. Base 2010- SEC 2010

	2008	2009
PIB	1,1	-3,6
– S. primario	-2,7	-3,6
– S.Secundario	-0,8	-10
– S.Construcción	0,2	-7,6
– S. terciario	2,3	-1
EMPLEO	0,0	-6,3
– S. primario	-4,2	-4,9
– S.Secundario	-0,9	-12,3
– S.Construcción	-12,5	-25,7
– S. terciario	2,4	-2,7
TASA DE PARO	11	18

Fuente: INE. Instituto Nacional de Estadística.

¹⁷ Las medidas discrecionales de política fiscal en España elevaron las tasas de crecimiento del gasto presupuestario en el año 2008 hasta el 9% y el de las CCAA al 8% (Banco de España, 2008).

El sector manufacturero sufre una importante caída en 2008 y 2009, con tasas de crecimiento anuales negativas del -4,7% y del -6,6% (tabla 2), respectivamente. En consonancia, la formación bruta de capital sufre una importante contracción con una tasa del -17% durante 2009. Esta reducción de la inversión se produce tanto en construcción como en bienes de equipo, con tasas anuales de crecimiento negativas del -16,5% y del -23%, respectivamente. Esta fuerte caída disminuye el peso de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) sobre el PIB hasta el 24% en 2009, cinco puntos menos que en 2007.

Tabla 2. Tasas Promedio de Crecimiento del PIB total y Manufacturero y de la Formación Bruta de Capital Fijo. FBCF en porcentaje del PIB. Precios constantes. Base 2010- SEC 2010. 2008-2009

	PIB Total	VAB Industria	VAB Manufactura	FBCF	% FBCF/PIB
2008	1,1	-4,7	-6,4	-3,6	28,5
2009	-3,6	-6,6	-8,1	-17,2	24,5

Fuente: INE. Instituto Nacional de Estadística. Base 2010. Cuentas anuales y trimestrales.

La demanda interna se vio afectada también debido a la caída del gasto en consumo final de hogares (-3,7%), sobre todo consumo de bienes duraderos. Consecuentemente se produjo un aumento en la tasa de ahorro de las familias en 6 puntos porcentuales hasta el 18,8%, y en el ahorro empresarial, impulsado por la reducción del pago de intereses y del pago del impuesto de sociedades. Esta caída del consumo final y de la inversión se vio reflejada en el crédito a las familias y al sector industrial que, después de alcanzar en los años de expansión tasas de crecimiento del 20% y el 30%, respectivamente, obtuvo tasas de crecimiento nulas y negativas, respectivamente. Por su parte el consumo de las Administraciones Públicas creció al 5,9 y 4% en 2008 y 2009, respectivamente (tabla 3).

Tabla 3. Tasa de crecimiento del PIB, del consumo. Deficit y Deuda pública como porcentaje del PIB. 2008-2009. España. Precios constantes. Base 2010- SEC 2010

	2008	2009
PIB	1,1	-3,6
CONSUMO	0,9	-1,7
- Gasto en consumo final de los hogares	-0,7	-3,7
- Gasto en consumo final de las AAPP	5,9	4,1
DEFICIT (-) Y SUPERAVIT(+) PÚBLICO (%PIB)	-4,4	-10,9
DEUDA PÚBLICA(%PIB) (SEGÚN PDE)	39,4	53

Fuente: INE. Instituto Nacional de Estadística.

El impacto de la crisis sobre el sector público fue elevado, con un déficit público del 10,9% sobre el PIB, por encima de la media de la UE del 6,3%, y un aumento de la deuda pública hasta un 53%, aún bastante baja, ya que partía de mínimos del 36% en 2007. Esto se debió, por una parte, a la fuerte caída de los ingresos (6% del PIB), debido al cambio del ciclo económico y a la pérdida de ingresos extraordinarios vinculados con el sector inmobiliario. Y, por otra, al aumento del gasto público, como consecuencia del fuerte incremento del gasto en prestaciones por desempleo (3% del PIB) y a las medidas de política fiscal¹⁸(2% PIB), cuya una orientación expansiva se mantuvo durante el año 2009. Las mayores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas (AAPP) se han cubierto mediante emisiones de valores de renta fija que aumentaron un 148%, cuyos recursos supusieron casi el 90% del total de fondos obtenidos, elevando el monto a pagar por intereses a un 1,8% del PIB (Banco de España 2009).

Por su parte, el saldo negativo de la balanza comercial mejoró en 2009 situándose en el -4,3% del PIB (tabla 4), debido a la mayor contracción de las importaciones (-18,3%) que de las exportaciones (-11%), propiciado por la fuerte caída de la demanda interna.

¹⁸ El impacto de las medidas de política fiscal sobre el déficit fue: por parte de los ingresos de -11.500 millones de euros (debido a adelanto por declaración mensual del IVA, -5.600, eliminación del impuesto del patrimonio, -2.300, deducción rendimientos del trabajo en el IRPF, -1900, inclusión de la deducción en vivienda habitual, -500, y bonificación a la Seguridad Social por contratación a tiempo parcial, -1.200). Y por parte de los gastos fue de 12.475 millones de euros (Fondos de Inversión Local y de dinamización económica y de empleo, 10.700, pago único por desempleo en la conversión a autónomo, 975, y ayuda para compra de automóviles, 800). Además las operaciones del FAAF y del FROB, con impacto sobre la deuda pública, supusieron un gasto de 16.250 millones de euros (6.750 y 9.500 respectivamente). Además el gasto del Instituto de Crédito Oficial ascendió a 20.387 millones de euros, principalmente de apoyo y liquidez a pequeñas y medianas empresas (Banco de España 2009, p.112).

El déficit por cuenta corriente pasa a representar un 5% del PIB en 2009, lo cual representa una caída de cinco puntos porcentuales. Esto provocó un descenso de las necesidades de financiación, si bien se produce un cambio, y las AAPP pasan a liderar la captación de financiación del exterior (69.372 millones de euros, un 6,6% el PIB). Mientras que el sector privado¹⁹, principal captador de financiación del exterior en 2008, prestó fondos al resto del mundo (26.738 millones de euros, un 2,5% del PIB). Esta captación de fondos se produjo principalmente a través de emisión neta de renta fija, que aumentó un 47% en 2009, de las cuales dos terceras partes correspondieron a operaciones realizadas por las AAPP (las compras netas de no residentes en activos de renta fija emitidos por las AAPP españolas ascendieron a 56.774 millones de euros).

Tabla 4. Tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones. Precios constantes Déficit Comercial, Exportaciones (X) e importaciones (M) como porcentaje del PIB. 2008-2009. España

	2008	2009
EXPORTACIONES	-0,8	-11,0
IMPORTACIONES	-5,6	-18,3
DÉFICIT COMERCIAL/PIB	-8,4	-4,3
X/PIB	17	14,8
M/PIB	25,4	19,1

Fuente: INE. Instituto Nacional de Estadística. PIB a precios de mercado y sus componentes. Variaciones de volumen base 2010. Balanza comercial (Fuente de información: Agencia Tributaria. Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales).

3. LA CRISIS EUROPEA EN 2010

3.1. El cambio de enfoque en las políticas europeas

Después de la crisis financiera internacional parecía que las autoridades europeas querían otorgar menos relevancia a las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aplicando políticas fiscales expansivas. Sin embargo, desde mediados de 2009, ante las perspectivas de mejoría económica en Europa y el aumento de los desajustes fiscales en varios países de la zona euro, se venía produciendo un cambio en la política

¹⁹ Incluye familias, empresas no financieras e instituciones financieras no monetarias.

fiscal hacia la eliminación de los incentivos fiscales, a pesar de los problemas de crecimiento económico y de reducción de la demanda que se observaban en algunos países de la UEM, como España. El anuncio sobre el desajuste de las cuentas públicas helenas en el otoño de 2009 aceleró este cambio y el PEC y las políticas de austeridad se constituyen como elemento esencial en la búsqueda del equilibrio fiscal. En diciembre de 2009, tenían abierto el procedimiento de déficit excesivo doce países del área euro (Bélgica, Alemania, Países Bajos, Austria, Italia, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia, Grecia, Francia, España e Irlanda). A pesar de las fallas de coordinación en base a reglas rígidas, mostradas antes de la crisis (Panico y Vázquez, 2008), aumenta la relevancia de los instrumentos de coordinación fuerte para la coordinación de la política fiscal y se aplican políticas de austeridad.

La aplicación de estas políticas restrictivas se apoya en la visión sobre la crisis de un grupo de autores que argumentan que los elevados tipos de interés de la deuda se deben al deterioro de los fundamentos macroeconómicos (Dellas and Tavlas, 2012, Sinn, 2011, Sibbertsen et al. 2013, Honkapohja, 2014). Las soluciones propuestas son políticas de austeridad, que contengan la deuda pública, y cambios “estructurales” en el mercado de trabajo y de productos que aumenten la flexibilidad, reduzca los costes salariales y aumente la competitividad. Sin embargo, la aplicación de estas políticas no está teniendo los resultados buscados e, incluso, está produciendo efectos negativos sobre el crecimiento y la cohesión social²⁰.

Según otro grupos de autores, los desequilibrios en las cuentas públicas y exteriores y la crisis europea son un reflejo de los fallos de coordinación de las políticas económicas dentro de la UEM (De Grauwe y Ji, 2012b, Wyplosz 2013, Capraro et al 2013, Perez-Caldentey y Vernengo, 2013, Nikiforos, et al. 2013). Los gobiernos nacionales pueden perseguir objetivos diferentes a los del conjunto de la unión, generando una falta de confianza entre Estados y dando lugar a comportamientos no cooperativos²¹. Como veremos, los problemas de coordinación de la política fiscal y monetaria y la falta de apoyo a los gobiernos nacionales, crean problemas especulativos en los mercados financieros. La evolución y variación de las primas de riesgo se debe a la dinámica de los indicadores de la situación fiscal, pero están también determinadas, en gran parte,

²⁰ De Grauwe y Ji (2013) encuentran una fuerte correlación negativa entre las medidas de austeridad introducidas y el crecimiento económico entre 2011 y 2012.

²¹ Según Colligton et al (2013), la deuda de la UEM no es elevada en su conjunto, pero existen asimetrías. Se produce un dilema del prisionero en el que el resto de los países buscan minimizar su contribución al rescate, llegando a generar mayores costes que una acción coordinada y centralizada, que eliminaría los costes de acción colectiva.

por la existencia de fuertes sentimientos negativos en los mercados desde 2010 (De Grauwe y Ji, 2012). Las noticias y los anuncios sobre políticas afectan a las primas de riesgo de países respecto a Alemania y se propaga la crisis a otros países (Beestma et al., 2013, Mohl and Sondermann 2012). La incertidumbre que provoca que el BCE no actúe como prestamista de última instancia de los gobiernos ha dado lugar a ataques especulativos (De Grauwe y Ji 2012), con efectos económicos y sociales negativos para las economías afectadas. Como se observará más adelante, sólo la decisión del BCE en 2012, de actuar como prestamista de última instancia pacificó a los mercados y permitió una fuerte caída de los spreads en los países europeos. Así, la falta de un objetivo común supranacional y la coordinación en base a reglas que no fomentan la cooperación ha generado divergencia de intereses nacionales en la resolución de la crisis, dando lugar a elevados costes (Panico, 2010, Capraro et al, 2013).

3.2. La crisis griega y las actuaciones de las autoridades europeas

La elevada deuda Griega y el cambio hacia una política de presupuestos equilibrados provocaron la reacción de las agencias de rating. Estas disminuyeron las calificaciones de la deuda pública Griega y de otros países del área euro con mayores vulnerabilidades y desequilibrios macroeconómicos, como el caso de España. A principios de 2010, aumenta la volatilidad en los mercados de deuda y se elevan las primas de riesgo en algunos países de la UEM, retomando la tendencia divergente que se venía observando desde 2008²². En febrero se produce un contagio hacia los mercados financieros internacionales interrumpiendo la tendencia hacia la estabilización que se venía observando desde mediados de 2009 y, en abril, se agudizan las tensiones, sobre todo en los mercados europeos (Banco de España, 2010 abril, p.13).

En febrero de 2010, el ECOFIN solicitó a Grecia la presentación de un informe detallado sobre las medidas y plazos para la reducción del déficit, que es aprobado en el Consejo europeo del 16 de marzo²³ (en el que se presentan la nueva estrategia de crecimiento Europa 2020). El 11 de abril el Eurogrupo recomienda la introducción de

²² La mayor sensibilidad de los mercados de deuda a la situación económica de cada país, ya venía observándose desde el inicio de la crisis financiera internacional (desde 2008 se apreciaba un aumento de la divergencia en las primas de riesgo entre países). En España la prima de riesgo respecto al bono alemán “mostró una tendencia descendente desde el máximo alcanzado en febrero de 2009, que se ha quebrado en los primeros meses de 2010 en el contexto de las tensiones desencadenadas a raíz de la crisis fiscal griega, que se han reflejado en un repunte de dicho indicador, dentro de una pauta de elevada volatilidad, llegando a superarse durante este período los registros de comienzos de 2009” (Banco de España 2009, p.143).

²³ Una cronología de las decisiones tomadas durante la crisis de Grecia en http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/2010-05_en.html

un plan de consolidación para Grecia y el establecimiento de un mecanismo excepcional de apoyo financiero (Banco de España, 2010, p.30). Si bien, la dilatación en el proceso de decisión y la falta de apoyo de Alemania, debido a cuestiones políticas (Schwartzter, 2014, p.7)²⁴, elevan el coste de la deuda helena desde el 6,7%, el 11 de abril, hasta el 8,8%, el 22 de abril, obligando a Grecia a pedir el rescate al BCE y al Fondo Monetario Internacional (FMI), el 23 de abril de 2010. La ayuda no fue atendida hasta el 2 de mayo cuando el Eurogrupo propuso la aprobación de préstamos bilaterales por valor de 110.000 millones de euros en tres años²⁵. A pesar de la propuesta, la prima de riesgo se había elevado a máximos del 12%. No fue hasta la reunión extraordinaria del 8-9 de mayo del ECOFIN, cuyos resultados se conocieron justo después del cierre de las elecciones en Alemania (Panico y Purificato, 2013, Capraro et al, 2013), cuando los 28 Estados Miembros aprobaron la creación de un mecanismo más potente para conceder asistencia financiera a cualquier Estado de la UEM que lo necesite, elevando los recursos hasta 750.000 millones de euros, es decir, el 8% del PIB. Este mecanismo está formado por el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF, EFSM por sus siglas en inglés), dotado de 60.000 millones de euros, y de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF, EFSF por sus siglas en inglés), dotada con 440.000 millones de euros²⁶ (y 250.000 millones adicionales del FMI). Todas las ayudas estaban sujetas a una estricta condicionalidad sobre la introducción de medidas de ajuste fiscal y de reforma estructural.

²⁴ Según Schwartzter (2014, p.7) el retraso en la aprobación del rescate a Grecia en 2010 se debió a que Alemania buscaba resguardarse de la opinión pública debido a las elecciones en el estado más populoso. Esta versión la corrobora la cronología de el diario "El País": Entre enero y marzo de 2010 Atenas emite deuda, mediante tres subastas de deuda a largo plazo a 7 y 10 años, por valor de 15.000 millones de euros, con intereses superiores al 6%. El 20 abril la oposición socialdemócrata en Alemania anuncia que "no permitirá una aprobación rápida en el Bundestag de los préstamos del país a Grecia", y los tipos del bono a diez años griego se disparan hasta el 8,4%. El 23 de abril Grecia solicita la activación del paquete de ayudas, para pagar los 8.500 millones de euros en intereses de su deuda que tiene como fecha de vencimiento el 19 de mayo. El 26 de abril "Angela Merkel condiciona los préstamos de su país a la aprobación de un nuevo plan de ajuste más estricto", y la prima de riesgo aumenta al 11,4 %. El 30 de abril se convoca una reunión de urgencia para el 2 de mayo, para la aprobación de medidas del paquete de ayudas por los Ministros de Hacienda, que no serán puestas en funcionamiento hasta ser aprobadas el 7 de mayo por los Jefes de Estado. (El país, cronología de la crisis de Grecia, <http://www.rtve.es/noticias/20150527/cronologia-crisis-grecia/329528.shtml>).

²⁵ De los 110.000 millones de euros, 80.000 millones de euros (30.000 millones de euros, el primer año) corresponderían a los Estados miembros de la zona del euro, y los restantes 30.000 millones de euros, al Fondo Monetario Internacional.

²⁶ La diferencia entre ambos mecanismos es que el MEEF está respaldado por los presupuestos de la UE, la liquidez necesaria será aportada por la Comisión Europea financiándose en los mercados de capitales. Mientras que el FEEF está garantizado por los países de la zona euro. En este caso se concederán préstamos mediante la emisión de deuda, que contará con una garantía de los Estados miembros no beneficiarios de la ayuda, en parte proporcional a su cuota de capital en el BCE, por el 120% de la deuda.

El 10 de mayo el BCE anuncia la aprobación del Programa para el Mercado de Valores (o Security Market Programme, SMP)²⁷, con el que se permitía comprar, en principio con carácter temporal y limitado, valores de deuda pública por importe de hasta 60.000 millones de euros en el mercado secundario, con el objetivo de restaurar la transmisión de la política monetaria (las operaciones son esterilizadas para evitar el aumento de la base monetaria). Los tipos de interés del bono soberano griego disminuyeron inmediatamente, el día 10, de valores del 12,4% a valores del 6,3%, para subir hasta casi el 7,8% al cierre del día. Este comportamiento de las tasas de interés confirma que hubo un ataque especulativo, debido al retraso en la actuación de las autoridades económicas hasta pasadas las elecciones en Alemania.

En realidad a Alemania no le interesaba que Grecia saliese del euro, “Given the particularly high exposure of German banks to sovereign debt in Ireland, Italy and Spain at the time, concerns grew in Germany that, if the crisis spread to the two largest Southern European member states, it could entail heavy losses for the German financial sector”. (Schwarzer, 2014, pag.2). Así pues, la actuación de las autoridades europeas no estuvo orientada a proteger a las economías más débiles, sino que protegía del posible contagio a las entidades financieras de las economías más fuertes. Los problemas de riesgo moral en base a los cuales se retrasaba la actuación del BCE como prestamista de última instancia de los Estados no han tenido validez, sin embargo, para actuar a favor de las instituciones financieras (Capraro et al, 2013). A pesar de su independencia, el BCE retrasó su actuación en función de intereses nacionales de algunos de los estados y en contra de los objetivos del conjunto de la UEM. De hecho, el gasto en que hubiera incurrido el BCE si hubiera comprado una parte de la deuda griega en abril de 2010, para convencer a los operadores del apoyo a los Estados hubiera sido muy inferior al gasto en el que incurrió posteriormente y a los costes que tuvieron que soportar los ciudadanos (Panico y Purificato, 2013). Mientras, la tardanza por parte del BCE para ofrecer liquidez a Grecia, debido, como comentamos, a problemas políticos o conflictos de intereses nacionales que paralizaron su Consejo Directivo, convertían el problema de liquidez en uno de solvencia (Christodoulakis, 2012, p.11). La falta de cooperación entre los estados de la UEM retrasó las actuaciones de las autoridades, lo que supuso un elevado coste para Grecia, dificultando su salida de la crisis.

²⁷ El 10 de mayo el Banco Central Europea aprueba el Programa de Mercado de Valores http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/2010-05_en.htm, que se plasma en la decisión del Banco Central Europeo del 14 de mayo de 2010 publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_12420100520es00080009.pdf.

El FEEF no se puso en marcha hasta el 7 de junio de 2010, y sería utilizado por Irlanda y Portugal, que solicitaron asistencia financiera, en noviembre de 2010 y en abril de 2011, respectivamente²⁸. Además, durante mayo y junio el BCE reforzó la provisión de liquidez en los mercados mediante la reactivación de las operaciones de subasta a tres y seis meses, la reactivación de las operaciones de liquidez en dólares y se completó el programa de “covered bonds”²⁹.

3.3. Las medidas adoptadas por las autoridades españolas

Ante las mayores tensiones en los mercados de deuda, y su contagio a otros mercados a principios de 2010, en España las entidades de crédito sufrieron fuertes presiones. Aumentaron las restricciones a la financiación tanto en los mercados mayoristas (por el mayor impacto de la crisis de confianza en España) como en la captación de depósitos (por el fuerte aumento de la competencia). Además, las entidades financieras tuvieron que ir absorbiendo importantes pérdidas derivadas del deterioro de activos relacionados con la actividad inmobiliaria y el aumento de la morosidad. Las dificultades del sector bancario para buscar financiación obligaron a aumentar el recurso al Eurosistema (sistema TARGET) en el segundo y tercer trimestre de 2010.

El gobierno español decidió solicitar la prórroga del FROB, en julio de 2010, y agilizar la reforma del sistema bancario en España. Además, el 9 de julio de 2010, el Gobierno español aprueba la reforma del régimen legal de las cajas de ahorros mediante el RDL 11/2010, con el objetivo de apoyar la reestructuración bancaria. Se tomaron, también, otras medidas como el endurecimiento de la regulación sobre provisiones (Circular del Banco de España 3/2010), obligando a crear provisiones específicas de todos los créditos con vencimientos impagados desde hace más de tres meses (“activos dudosos por morosidad del cliente”), llegando a ser del 100% de la deuda al cabo de un año³⁰.

Con estos cambios se produjo un aumento en el número de integraciones y fusiones (de

²⁸ En septiembre de 2010 se produce el contagio de la crisis a Irlanda y Portugal, que habían sufrido una rebaja de la calificación de la deuda por parte de las agencias de calificación en Julio. Irlanda pide asistencia financiera en noviembre de 2010, que es concedida en diciembre, por valor de 85.000 millones de euros (52% del PIB), y Portugal solicita ayuda financiera en abril de 2011, que es concedida en mayo, por una cuantía de 78.000 millones de euros (Banco de España, 2010).

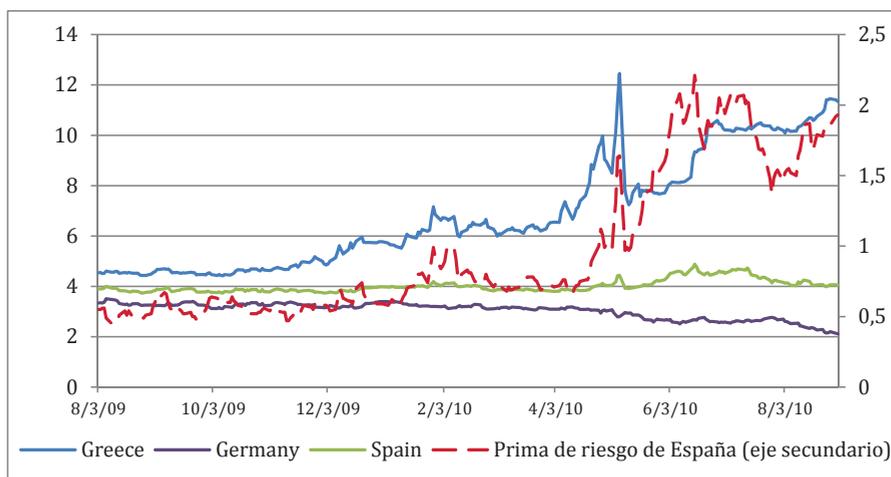
²⁹ Entre el 1 de junio y el 30 de junio de 2010, el Eurosistema adquirió bonos garantizados por un importe nominal total de 5.600 millones de euros, aportando una liquidez al sistema por importe de 6.343 millones de euros.

http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/InformeCoveredBond/10/fic/coveredbonds_06_2010.pdf

³⁰ En el caso de que existieran garantías reales, las pérdidas serían menores por lo que la provisión no sería sobre el total de la deuda.

los que cuatro necesitaron ayudas del FROB por 8.035 millones de euros) transfiriendo la actividad financiera a entidades con carácter de sociedad anónima. Si bien, el Banco de España seguía manteniendo la misma actitud pasiva, que en los años previos a la crisis, y no atendía a otros riesgos que podría estar generando el proceso de reestructuración y capitalización bancaria, como se vería posteriormente con la crisis de Bankia, a pesar de que la Comisión Nacional de Valores había advertido sobre ellos³¹. La inestabilidad sobre el mercado de deuda griega afectó al mercado español, aumentando la volatilidad y ampliando la brecha de la prima de riesgo respecto a Alemania. La prima de riesgo española aumentó a finales de abril, desde los 79 puntos básicos, el 21 de abril, a los 164 puntos básicos, el 7 de mayo, con una caída del 52% el 10 de mayo de 2010 (del 12% sobre los tipos de interés de deuda española), volviendo a valores cercanos a 100 (gráfico 1). Si bien, debido a la tendencia decreciente de los tipos de interés de los valores alemanes y a un incremento de los de la deuda española, la prima de riesgo volvió a repuntar alcanzando en junio los 200 puntos básicos, sobre los que se mantuvo en los siguientes meses hasta octubre (Banco de España, 2010).

Gráfico 1. Tasas de interés del bono soberano a diez años. España, Alemania y Grecia. Prima de riesgo española. Datos diarios. Agosto 2009- agosto 2010



Fuente: datos Bloomberg.

³¹ En 2008 la Comisión del Mercado de valores advertía al Banco de España sobre la emisión de cuotas participativas para la recapitalización de la banca, “La banca española en estos momentos de crisis y de falta de liquidez apela a la fidelidad de la clientela y a sus extensas redes de sucursales para colocar entre los inversores minoristas productos complejos de alto riesgo”, a través de las cuotas participativas que pueden emitir las cajas de ahorro para recapitalizarse. (<https://rdmf.files.wordpress.com/2008/07/cnmv-advierte-del-riesgo-cuotas-participativas-cam.pdf>).

3.4. El freno a la recuperación económica y las políticas contractivas

En el 2010, la economía española mostraba signos de recuperación, aunque de manera más débil que la media de la zona euro (1,7%), con una tasa de crecimiento anual del 0,1%.

La recuperación estuvo impulsada por el sector secundario con un crecimiento del 3,6% (tabla 5). El sector primario y de servicios también obtenían tasas de crecimiento anuales positivas del 2,1% y 1,3%, respectivamente. Por su parte, el sector de la construcción seguía mostrando un fuerte deterioro, con una tasa de crecimiento anual negativa del -14,5%. El empleo seguía contrayéndose, sobre todo en el sector de la construcción (con una tasa de crecimiento anual del -14%), y en el sector industrial (-3,8%). La tasa de paro se elevaba hasta el 19,9%, y la productividad aumentaba.

Tabla 5. Tasa de crecimiento del PIB y del empleo, por sectores. Tasa de paro. 2009-2011. España. Precios constantes. Base 2010- SEC 2010

	2009	2010	2011
PIB	-3,6	0,1	-0,6
– S. primario	-3,6	2,1	4,2
– S.Secundario	-10	3,6	0,1
– S.Construcción	-7,6	-14,5	-12,7
– S. terciario	-1	1,3	1,1
EMPLEO	-6,3	-2,3	-2,5
– S. primario	-4,9	0,7	-3,6
– S.Secundario	-12,3	-3,8	-2,9
– S.Construcción	-25,7	-14,0	-16
– S. terciario	-2,7	-0,9	-1,1
TASA DE PARO	18	19,9	21,4

Fuente: INE. Instituto Nacional de Estadística. Cuentas anuales y Encuesta de Población Activa.

El crecimiento del sector industrial vino impulsado por el crecimiento del sector manufacturero que en 2010 crece a una tasa anual del 1,2% (tabla 6). El sector manufacturero se ve afectado por la falta de liquidez, debido a la crisis de deuda europea, y vuelve a tasas de crecimiento negativas desde el tercer trimestre de 2010. También se produce un aumento de la inversión en bienes de equipo en un 5,1%,

aunque en buena parte debido a la demanda de reposición tras la fuerte caída del año anterior. Sin embargo, la FBCF en 2010 disminuye un -5%, debido a la fuerte contracción de la inversión en el sector de la construcción, que obtiene una tasa anual de crecimiento negativa del -10,6% en 2010.

Tabla 6. Tasas Promedio de Crecimiento del PIB, del PIB Manufacturero y de la Formación Bruta de Capital Fijo a Precios Constantes. FBCF en porcentaje del PIB a Precios Constantes (Media del Período). 2009-2011 Base 2010- SEC 2010

	2009	2010	2011
PIB TOTAL	-3,6	0,1	-0,6
VAB Industrial	-6,6	4,4	-2,4
VAB manufacturas	-8,1	1,2	-3,3
FBCF	-18,5	-5,0	-6,5
- Construcción	-18,0	-10,6	-11,2
- Bs. de equipo	-26,8	5,0	0,8
% FBCF/PIB	24,2	23,0	21,7

Fuente: INE. Instituto Nacional de Estadística. Base 2010. Cuentas anuales y trimestrales.

La demanda interna también obtuvo una tasa de crecimiento positiva del 0,6% en 2010, debido a la leve recuperación del consumo privado, que creció un 0,2% anual (tabla 7). Este repunte del consumo dio lugar a una caída en la tasa de ahorro de las familias en cinco puntos respecto al año anterior, situándose en el 13,1%.

La recuperación de la inversión empresarial (que a finales de año obtuvo un ligero retroceso) se debió al aumento del ahorro de las empresas, gracias a la generación de recursos internos y a la reducción de la carga de intereses. Aunque las restricciones a la financiación seguían siendo elevadas. Además, estuvo impulsada por la mejoría de la demanda exterior. Las exportaciones crecieron un 9,4% en 2010, frente al menor crecimiento de las importaciones del 6,9% (tabla 7). A pesar del mayor crecimiento de las exportaciones, el déficit comercial aumenta ligeramente respecto al año anterior. Este déficit fue compensado, por el descenso del déficit de las rentas de la propiedad (debido al aumento de la inversión directa de multinacionales y a los reducidos niveles de intereses), reduciéndose el déficit por cuenta corriente respecto a 2009 (que pasó del 4,3% al 3,9% del PIB).

Tabla 7. Tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones. Precios constantes Déficit Comercial, Exportaciones (X) e importaciones (M) como porcentaje del PIB. 2009-2011. España

	2009	2010	2011
EXPORTACIONES	-11,0	9,4	7,4
IMPORTACIONES	-18,3	6,9	-0,8
DÉFICIT COMERCIAL/PIB	-4,3	-4,9	-4,5
X/PIB	14,8	17,3	20
M/PIB	19,1	22,2	24,5

Fuente: INE. Instituto Nacional de Estadística. PIB a precios de mercado y sus componentes. Variaciones de volumen base 2010. Balanza comercial (Fuente de información: Agencia Tributaria. Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales).

Durante 2010, se retiraron gradualmente las medidas de estímulo a la demanda y al mercado de trabajo, aunque se mantuvieron recursos para financiar inversiones empresariales. Además, se fueron estableciendo planes de consolidación fiscal a medio plazo, adelantando algunas medidas previstas para el 2011. En noviembre de 2009 se aprobó la iniciativa legislativa de la Ley de Economía Sostenible (LES) (aunque la reforma no fue aprobada hasta febrero de 2011), en la que se establecen medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales. Y en enero de 2010, el gobierno presentó una nueva Actualización del Programa de Estabilidad (APE), que incorporaba una importante senda de consolidación presupuestaria en el horizonte de 2013, que recaía principalmente sobre la remuneración de asalariados, transferencias e inversión pública³², y que sería revisada de nuevo en 2011. Además para reducir el gasto estructural se aprobó la reforma de la Ley Laboral (en junio y septiembre de 2010), cuyos objetivos principales eran la “reducción de la dualidad y de la rigidez salarial” y se aprobó la propuesta de reforma de la Ley de pensiones³³, por la que se aumentaría gradualmente la edad de jubilación. Si bien, para “suavizar los ajustes en el empleo” se ampliaron las posibilidades de recurrir a un ERE (Expediente de Regulación de Empleo)³⁴, que suponen una reducción del gasto para la empresa, pero con efectos sobre

³² En la APE se establece la disminución en la remuneración de asalariados (-1,9% del PIB), en los consumos intermedios, las transferencias y otros gastos (-1% del PIB), en la inversión pública (-0,9% del PIB) y en las subvenciones (-0,5% del PIB).

³³ Ley 27/2011, de 1 de agosto, de reforma de la Seguridad Social por la que se eleva gradualmente la edad de jubilación.

³⁴ El ERE es un procedimiento administrativo para que una empresa en crisis pueda solicitar el despido o

el gasto público (Banco de España, 2010, p.121). Además se atendió al gasto de las administraciones territoriales, que según el Banco de España (2010, p.119) suponía uno de los mayores riesgos sobre el presupuesto fiscal futuro, y se estableció el compromiso de incorporar una regla de gasto de las administraciones públicas, en línea con los objetivos del PEC, cuya ley se aprobaría el 27 de septiembre de 2011.

Algunas de estas medidas de consolidación fiscal, previstas para el 2011, se fueron adelantando durante 2010, lo que se tradujo en un menor crecimiento del Consumo público respecto al año anterior (tabla 8). Se redujo, principalmente, el gasto en inversión de capital (que pasó de representar el 5,9% del PIB en 2009 a un 4,9% en 2010) y el gasto en consumo final (remuneración de asalariados y consumos intermedios), en línea con la LES. Se moderó el crecimiento de las transferencias de capital y las subvenciones, y aumentaron las prestaciones sociales, pero debido al gasto en prestaciones por desempleo (que supusieron un 3% del PIB, el más elevado del área euro) y en pensiones. Por parte de los ingresos, el aumento se debió al incremento del IVA en un punto porcentual³⁵, lo que supuso un aumento de la recaudación. En 2010 el déficit público representó el 9,2% del PIB (tabla 8), dos puntos porcentuales menos respecto al año anterior. La deuda pública se incrementó del 53,5% en 2009 al 60,1% en 2010, por debajo aún de la media europea. El déficit representó 5 puntos mientras que los ajustes déficit-deuda, relacionados con las ayudas a las entidades financieras, supusieron un aumento de la deuda en 2 puntos. Los gastos por intereses de la deuda se incrementaron en una décima representando un 1,9% del PIB en 2010 (Banco de España, 2010).

la suspensión de trabajadores. Además, se puede utilizar para la reducción de la jornada de trabajo de los empleados, en cuyo caso el trabajador tendría derecho a solicitar la parte correspondiente de la prestación por desempleo.

³⁵ En 2010 fue aprobado un incremento del IVA del 15% al 16% o del 10% al 11%, en función del tipo de impuesto.

Tabla 8. Tasa de crecimiento del PIB y del consumo. Déficit y Deuda pública como porcentaje del PIB. 2009-2011. España

	2009	2010	2011
PIB	-3,6	0,1	-0,6
CONSUMO	-1,7	0,6	-1,6
– HOGARES	-3,7	0,2	-2
– AAPP	4,1	1,5	-0,3
DEFICIT (-) Y SUPERAVIT(+) PÚBLICO (%PIB)	-10,9	-9,4	-9,4
DEUDA PÚBLICA(%PIB) (SEGÚN PDE)	53	60,1	69,2

Fuente: INE. Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

4. EL CONTAGIO DE LA CRISIS DE DEUDA AL RESTO DE LAS ECONOMÍAS EUROPEAS

4.1. La crisis irlandesa y la profundización de la reforma bancaria española

4.1.1 Las actuaciones de las autoridades europeas

La crisis Irlandesa provocó nuevas tensiones en los mercados de deuda. El rescate, aprobado en diciembre de 2010, disminuyó las tensiones, y Europa adopta medidas para avanzar en el proceso de gobernanza. En enero de 2011 se puso en funcionamiento el Sistema Europeo de Supervisión Financiera, formado por el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (o ESRB, por sus siglas en inglés) y las tres nuevas Autoridades Supervisoras Europeas. Al mismo tiempo se avanzaba en la aprobación de medidas para mejorar la coordinación, el control y la aplicación de políticas de corrección de los desequilibrios macroeconómicos, con la publicación en enero de 2011 del primer Semestre Europeo y la aprobación en marzo, por el Consejo Europeo, del Pacto por el Euro Plus³⁶.

Además, desde finales de 2010 y durante los primeros meses de 2011, se avanzó en el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE, o ESM por sus siglas en inglés)³⁷. Este mecanismo permanente de ayuda financiera sustituiría a las medidas temporales aprobadas en mayo, y, a diferencia del FEEF, no aumentaría la deuda

³⁶ El 25 de marzo fue aprobado el Pacto por el Euro plus en el Consejo Europeo, en el que los países de la UEM se comprometen a mejorar y coordinar las políticas macroeconómicas y de estabilidad fiscal, en línea con las propuestas de Europa 2020.

³⁷ El Consejo Europeo, en su reunión del 28 y 29 de octubre de 2010, acordó establecer el MEDE, que fue desarrollado en la reunión del ECOFIN del 16 y 17 de diciembre, en la que se recomendaba el cambio en el artículo 136 del tratado de la Unión.

pública del país que recibiese el préstamo. La creación del MEDE (Decisión 2011/199/EU) fue aprobada por los Jefes de Gobierno de los Estados miembros, en la reunión del 24 y 25 de marzo de 2011 (tras los dictámenes de la Comisión el 15 de febrero, del BCE el 12 de marzo y del Parlamento el 23 de marzo). Para ello, el Consejo Europeo adoptó la decisión formal de modificar el Art. 136 del TFUE³⁸. Tan solo quedaba que fuese aprobado por los Estados miembros de la zona euro³⁹.

4.1.2. Las actuaciones de las autoridades españolas

Ante las mayores tensiones en los mercados, el Gobierno español continúa con la reestructuración bancaria y aumenta la captación de capital para la ayuda financiera a las entidades. El 27 de enero de 2011, el FROB realiza una emisión para captar financiación ajena por un importe de 3.000 millones de euros, a un tipo fijo del 4,5% y un plazo de 3 años (la primera había sido en diciembre de 2009).

El 18 de febrero de 2011, se aprueba el “RDL 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero”. Se exigen mayores ratios de capital, relacionados con los estándares internacionales (Basilea III), para marzo de 2011. En caso de no alcanzar dicho límite, las instituciones tendrían que comunicar al Banco de España, antes de abril, su estrategia y calendario que garantizaran dicho cumplimiento antes del 30 de septiembre de 2011, con posibilidad de prórroga de tres meses. Se permite la entrada del sector público para apoyar la recapitalización de las entidades. El 10 de marzo de 2011, el Banco de España comunica por primera vez unas necesidades de capital por parte de 13 entidades financieras, para cumplir la nueva normativa, por importe de 15.152 millones de euros (14.077 de las cajas de ahorro), lo que supuso una aportación de 7.551 millones de euros del FROB (Banco de España, IEF 2011_11, p.24).

4.1.3. La evolución de la prima de riesgo

La crisis irlandesa volvió a aumentar los problemas de acceso a los mercados financieros y los costes de financiación, dificultando la reestructuración bancaria. Los tipos de interés de la deuda española a diez años aumentaron del 4%, a finales de octubre de 2010, a un máximo del 5,5% el 30 de noviembre, coincidiendo con la

³⁸ El 2 de febrero de 2012 se firmaba el Tratado de Funcionamiento del MEDE, pero su puesta en funcionamiento no fue hasta octubre de 2012, tras la ratificación de Alemania en septiembre.

³⁹ El Tratado entrará en vigor cuando el 90% de los países lo hayan ratificado. Cuatro países podrían bloquear la entrada en vigor del MEDE, si no lo ratifican: Alemania (cuota de ratificación alrededor del 27%), Francia (sobre el 20%), Italia (casi el 18%) y España (casi el 12%). España no lo ratificó hasta el 15 de junio de 2012.

aprobación de la ayuda financiera a Irlanda en diciembre de 2010. Y se mantuvieron entre el 5 y 5,5% hasta julio de 2011. La prima de riesgo también aumentó en 100 puntos básicos desde finales de octubre, alcanzando un máximo de 283 puntos básicos el 30 de noviembre de 2010.

Posteriormente, hasta abril de 2011, la prima de riesgo española mantuvo una tendencia decreciente debido al aumento de los tipos de interés de la deuda alemana a diez años, desde el 2,2% en octubre de 2010 hasta un máximo del 3,49% el 11 de abril de 2011. Lo que coincidía con los avances, por parte de las autoridades europeas, en la aprobación de mecanismos de rescate permanente.

El 7 de abril, Portugal solicitaba el rescate financiero. Además el 11 de abril, el BCE, ante la mejora económica y el aumento de la presión sobre los precios, cambia la dirección de la política monetaria y aumenta los tipos de interés hasta el 1,25%. Estos hechos y, principalmente, la necesidad de reestructuración de la deuda helena, contribuyó a cambiar la tendencia de los tipos de interés de deuda alemana que vuelven a una senda decreciente y, como consecuencia, la prima de riesgo española mantendría una tendencia creciente.

4.2. La dimensión sistémica de la crisis

4.2.1. Las actuaciones de las autoridades europeas

En el verano de 2011 se agudizan las tensiones en los mercados de deuda europeos, extendiéndose a otros países del área euro, como Francia y Bélgica⁴⁰. Este hecho estuvo fuertemente relacionado con la necesidad, por parte del gobierno heleno, de negociar un segundo plan de ayuda (cuyas negociaciones comenzaron en la reunión de los Jefes de Estado del 21 de julio de 2011) en el que se implicaba al sector privado, que soportaría parte de las pérdidas (ver Christodoulakis, 2012)⁴¹. A pesar de ello, el BCE seguía

⁴⁰ En Bélgica la prima de riesgo llegó a superar los 350 puntos básicos y en Francia y Austria alcanzó los 180 puntos básicos. Estas fuertes inestabilidades vinieron acompañadas de la rebaja de la calificación crediticia en trece países del área euro, incluidos estos dos últimos que en enero de 2012 pierden la calificación máxima triple A (Banco de España, 2011, p.95).

⁴¹ En mayo el gobierno heleno negoció con la Troika la llamada “Estrategia Fiscal de medio plazo 2012-15”, para reducción de la deuda pública, que contenía compromisos de ahorro fiscal de 28.000 millones de euros y un programa de privatización de 50.000 millones de euros. La ayuda de la Comisión y del FMI ascendería a 107.000 millones de euros y los acreedores privados contribuirían con 49.000 millones de euros (pérdidas del 21% del valor de su cartera). En septiembre de 2011 la troika obligaba a introducir un nuevo paquete de medidas severas a Grecia. A finales de octubre se aprueba el Segundo plan de rescate aumentando la ayuda pública a 130.000 millones de euros y la quita privada al 50% (100.000 millones de euros). A cambio se incluían nuevas medidas restrictivas, exigiendo ahorros adicionales (a los 28.000 millones de euros pactados en mayo) de 3.200 millones de euros (1,5% del PIB) en 2012 y 11.000 millones de euros (5,5% del PIB) entre 2013-15.

manteniendo una política monetaria contractiva y el 7 de julio volvía a anunciar un nuevo aumento de los tipos de interés en 25 puntos básicos, situándolo en el 1,5%.

Como afirma el Banco de España (Banco de España, 2011, p.12), más allá de los problemas de desequilibrios macroeconómicos y fiscales de algunas economías, “para entender la dimensión sistémica adquirida por la crisis”, es necesario tener en cuenta “la existencia de una serie de debilidades en la estructura de la gobernanza europea y el proceso seguido por las autoridades europeas para superarlas, que ha distado de ser todo lo diligente y efectivo que la gravedad de las circunstancias habría requerido, como revela la gestión de los graves problemas experimentados por la economía griega”.

Se puede decir, que los retrasos y las dificultades en la aprobación de las distintas medidas, necesarias para salvaguardar la estabilidad financiera de los países del euro, se debían a que existían diferencias de intereses nacionales entre los estados miembros. Por ejemplo, no es hasta la reunión de julio, con la negociación del segundo plan de rescate a Grecia, en que se anuncia el aumento de la capacidad efectiva del FEEF, ya que había estado bloqueada por Finlandia, desde marzo, debido a la propaganda ligada a sus elecciones (Moltó, 2012). Por otra parte, la participación del sector privado en el segundo plan de rescate a Grecia, desatendiendo las advertencias del BCE que preveía las consecuencias sobre los mercados financieros, estuvo relacionado con la cercanía de las elecciones holandesas y con propaganda ligada a las elecciones presidenciales francesas de 2012 (Capraro et al., 2013). Ante el empeoramiento de la situación se aumentaron los recursos del EFSF, pero no se aprobó un mecanismo de rescate ilimitado, lo que había sido sugerido por la Comisión y por algunos gobiernos europeos. El apoyo por parte del gobierno alemán al aumento de los recursos del EFSF y a la extensión de la compra de bonos de deuda soberana de Italia y España, provocó una brecha con la banca alemana y la dimisión, en septiembre de 2011, de Jürgen Stark, economista jefe del BCE (Schwarzer, 2014, p.3).

4.2.2. Las actuaciones de las autoridades españolas

En España las entidades necesitaban recapitalizarse en los mercados o con la ayuda del FROB, antes de septiembre. El 5 de julio de 2011 el FROB realizaba la tercera emisión por 1.750 millones de euros, a un tipo del 5,5% y un plazo de 5 años, y el 22 de julio intervenía caja CAM⁴². La captación de financiación del FROB era necesaria para poder

<http://www.comercio.gob.es/tmpDocsCanalPais/C98D7E84E0D89E548D5064166FD51426.pdf>

⁴² La intervención de Caja Mediterránea (CAM) en julio por el FROB, que pasó a ser administrador

hacer frente a la recapitalización de las entidades financieras antes de septiembre. El aumento de las tensiones en los mercados hacía que cada vez le fuese más difícil al FROB colocar deuda, lo que se reflejaba en la caída de la demanda en las emisiones⁴³ y del porcentaje de inversores extranjeros⁴⁴. Como veremos, con la activación del SMP, en agosto, los tipos de interés de la deuda española bajaron a valores inferiores a los de abril, y el 30 de septiembre las entidades consiguieron alcanzar los ratios mínimos de capital, que habían sido exigidos con la nueva regulación en febrero.

4.2.3. La evolución de la prima de riesgo

Las inestabilidades generadas en los mercados europeos con el nuevo plan de reestructuración de la deuda griega y las mayores necesidades de financiación del sistema financiero español, produjeron fuertes oscilaciones en el mercado de deuda. El tipo de interés del bono soberano español a diez años, durante el mes de julio, aumentó de valores del 5,4%, el 5 de julio, al 6,3%, el 4 de agosto. Tras la publicación de la carta del presidente Barroso a los miembros del Consejo Europeo⁴⁵, el 4 de agosto, sobre la necesidad de salvaguardar por parte de todos los Estados miembros de la UEM la estabilidad financiera, se produce una caída en el coste de la deuda española de 30 puntos básicos. El 8 de agosto, el BCE activaba de nuevo el SMP⁴⁶ y la rentabilidad de los bonos españoles a diez años caía un -15.8% situándose en el 5%, valores sobre los que se mantuvo hasta octubre de 2011.

Por su parte, la prima de riesgo española mantuvo un crecimiento parejo al coste de la deuda pública, aunque más pronunciado⁴⁷, debido a la caída de los tipos de interés de la deuda alemana a diez años⁴⁸. A partir de agosto la prima de riesgo española mantiene la tendencia creciente, que se venía observando desde abril, debido a la disminución de los tipos de interés sobre la deuda pública alemana.

provisional, supuso una aportación de 2.800 euros y una línea de crédito de 3.000 millones de euros.

⁴³ La demanda en 2009 alcanzara los 11.500 millones de euros (para una emisión de 3.000 millones de euros). En enero de 2011 disminuyó a 5.100 millones de euros (para una emisión de 3.000 millones de euros) y en julio a tan solo 2.000 millones de euros (para una emisión de 1.700 millones de euros) (www.frob.es).

⁴⁴ El porcentaje de inversores españoles representaban, en 2009, el 30%, seguidos de Alemania, Francia y UK (con un 15% cada uno). En enero de 2011 los inversores españoles representaban el 40% y en julio de 2011 superaban el 60% (www.frob.es).

⁴⁵ http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2011-08-04_barroso_en.pdf

⁴⁶ Las adquisiciones acumuladas de deuda en los mercados secundarios bajo este Programa llegaron a superar los 200.000 millones de euros (Banco de España, 2011, p.95).

⁴⁷ El 5 de julio partía desde los 247 puntos básicos y alcanzaba un máximo de 400 puntos básicos el 4 de agosto, cayendo hasta los 290 puntos básicos el día 8 (que representó una caída del -25% respecto del día anterior).

⁴⁸ De valores del 3% el 5 de julio al 2,3% el 4 de agosto.

Puede apreciarse que la tendencia creciente de la prima de riesgo se debe principalmente a la evolución del coste de la deuda alemana, mientras que las subidas y bajadas más pronunciadas se deben a los efectos directos sobre el coste de la deuda española. Es decir, la tendencia creciente de prima de riesgo española, hasta ahora, está más relacionada con el aumento de la demanda de la deuda alemana como activo seguro que con los problemas de la economía española, como se muestra en el análisis realizado hasta ahora.

4.3. El contagio de la crisis griega a los mercados de deuda española

4.3.1. Las actuaciones de las autoridades europeas

En Europa, la agudización y el contagio de las tensiones en los mercados de deuda, hacía necesario avanzar en el proceso de reformas sobre la gobernanza económica. El 28 de septiembre el Parlamento Europeo propone un paquete de medidas legislativas sobre la supervisión de la actividad presupuestaria (“six-pack”), que reforzaban el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (que entró en vigor en diciembre de 2011).

El BCE, ante las tensiones en los mercados, introducía a principios de octubre nuevas medidas de financiación⁴⁹. En la reunión de la Cumbre del Euro del 26 de octubre, se aprobó un plan de recapitalización de los bancos europeos de mayor tamaño. Se elevaban los ratios de capital exigido (9% capital core tier 1) y se obligaba a la constitución de un colchón de recursos propios frente a las exposiciones de deuda soberana, con la posibilidad de recurrir al FEEF en caso de ser necesario. Además, el 3 de noviembre redujo los tipos de interés en 25 puntos básicos.

La aprobación de las medidas fiscales se seguían anteponiendo a la concesión de la ayuda financiera. La aprobación del sexto tramo de ayuda a Grecia se paralizó en septiembre hasta principios de octubre, momento en que fue aprobado por la Troika. Sin embargo, en la reunión de la Cumbre del Euro del 26 de octubre, aumentaron las ayudas a Grecia y se exigieron nuevas medidas de ajuste más estrictas⁵⁰. El 31 de octubre Papandreu convocaba un referéndum en Grecia que tuvo que retirar, tras las presiones de algunos presidentes de

⁴⁹ El 4 de agosto el BCE introdujo subastas a plazo más largo de seis meses. El 6 de octubre anunciaba dos inyecciones, en octubre y diciembre, a plazo de un año. Además se anunciaba el nuevo Programa de Adquisición de Bonos Bancarios Garantizados (Covered Bonds, CBPP2), desde noviembre de 2011 hasta octubre de 2012, con una capacidad de 40.000 millones de euros (Millaruelo y Del Río, 2013)

⁵⁰ En la reunión del 26 de octubre aumentó la financiación oficial a 100.000 y la participación del sector privado, con una quita del 50%, condicionado a un paquete de reformas más estrictas (informe Grecia, p.8-9) <http://www.comercio.gob.es/tmpDocsCanalPais/C98D7E84E0D89E548D5064166FD51426.pdf>
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/125674.pdf

gobierno de los estados de la UEM⁵¹, y presentó su dimisión. El 11 de noviembre se formaba un nuevo gobierno de coalición, con Lucas Papademos al frente, que gobernaría durante tres meses hasta la convocatoria de nuevas elecciones. El nuevo gobierno se comprometía a aplicar las medidas necesarias para cumplir las nuevas exigencias. Además, las tensiones se habían trasladado también a Italia y el 13 de noviembre se nombraba un nuevo “gobierno técnico” presidido por Mario Monti, tras la renuncia del anterior presidente, Silvio Berlusconi. El 29 de noviembre de 2011, pocos días antes del vencimiento de los plazos de la deuda griega⁵², el Eurogrupo concedía definitivamente el sexto tramo de ayuda a Grecia por 8.000 millones de euros.

El 8 de diciembre de 2011 el BCE bajó los tipos de interés en 25 puntos básicos, hasta el 1% y adoptó medidas para mejorar el acceso del sector bancario a la liquidez. Estas medidas fueron introducidas ya que ante “el importante volumen de vencimientos de deuda bancaria a principios de 2012, se gestaba un creciente riesgo de refinanciación que amenazaba con desencadenar insolvencias bancarias y una severa contracción del crédito, con graves repercusiones para la estabilidad financiera y fuertes efectos recesivos” (Millaruelo y del río, 2013). Entre las medidas no convencionales, anunció la implementación de dos operaciones extraordinarias de financiación a tres años, con adjudicación plena y liquidez ilimitada, la primera el día 8 de noviembre por un importe total de 489.000 millones de euros, y la segunda sería el 29 de febrero de 2012, en la que se proporcionó liquidez por un total de 530.000 millones de euros. Además, aumentó el abanico de activos admitidos como garantía para prestar liquidez, redujo el coeficiente de reservas obligatorias del 2% al 1% e introdujo liquidez en dólares.

Al igual que después de la crisis irlandesa en 2010, en la cumbre del Consejo Europeo del 9 de diciembre de 2011 se toman nuevas medidas relativas a la puesta en funcionamiento del mecanismo de estabilidad permanente. Se adelanta su puesta en funcionamiento a julio de 2012 (estaba prevista para 2013) y se acuerda revisar en marzo el límite de los 500.000 millones de euros. También se refuerzan los instrumentos de estabilización fiscal. Además, se escribe un primer borrador de lo que sería el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG), aprobado el 2 de marzo de 2012 y que entró en vigor el 1 de enero de 2013⁵³.

⁵¹ <http://www.publico.es/actualidad/papandreu-decide-retirar-referendum-plan.html>

⁵² El 15 de diciembre vencían los plazos de deuda pública y Grecia hubiera entrado en crisis.

⁵³ Complementario del MEDE, promueve la responsabilidad y solidaridad presupuestaria en la UEM.

4.3.2. *Las actuaciones de las autoridades españolas*

España, en línea con la nueva gobernanza europea, introducía medidas de contención del gasto fiscal. El 27 de septiembre el gobierno español aprueba la reforma del artículo 135 de la Constitución española (propuesta el 23 de agosto) con el objetivo de introducir una regla de contención del gasto de las Administraciones Públicas. Se daba prioridad al principio de estabilidad presupuestaria en los Presupuestos Generales del Estado, adelantándose a la firma del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, en marzo de 2012, por la UEM⁵⁴.

El FROB necesitaba aumentar su capital⁵⁵, por si surgían nuevas necesidades o por las posibles pérdidas de la venta de entidades intervenidas. El 13 de octubre de 2011, logra emitir 1.400 millones de euros a un tipo del 4,4%, y un plazo de dos años. Aunque la demanda fue muy baja, de tan solo 1.700 millones, y principalmente nacional (60% de inversores españoles y 10% nórdicos). El 14 de octubre de 2011 (RDL 16/2011) el gobierno español crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (FGDEC⁵⁶), fusionando los tres fondos existentes hasta la fecha (de bancos, de cajas de ahorro y de cooperativas de crédito). Las pérdidas futuras del sector serían absorbidas por el Fondo y de este modo no afectarían a la deuda del Estado.

Las nuevas ratios de capital exigidos por Europa, a finales de octubre, a las entidades financieras de mayor tamaño afectaba a 5 bancos españoles y suponía unas exigencias adicionales de capital de 26.170 millones de euros (de un total de 106.400 millones de euros), a completar antes de junio de 2012, a lo que las entidades respondieron con nuevas estrategias de capitalización (Banco de España, 2011, p.172, Banco de España, IEF_2011_11, p.20).

4.3.3. *La evolución de la prima de riesgo*

Las elevadas necesidades de financiación de los gobiernos europeos, que tenían que hacer frente a numerosos vencimientos de deuda pública en el primer trimestre de 2012

⁵⁴ La reforma Constitucional es un ejemplo más de las medidas de urgencia que se han tomado sin el debido tiempo (García Roca, 2013), en busca de mejorar la credibilidad de España ante la crisis.

⁵⁵ El FROB partía de un capital inicial de 9.000 millones de euros, y había realizado cuatro emisiones para captar capital por valor de 9.150 millones de euros, lo que representaba un capital total de 18.150 millones de euros. Las ayudas por parte del FROB al proceso de integración de las entidades financieras entre 2010 ascendían a 8.035 millones de euros e intervino caja sur por 977. Y para recapitalizar las entidades en 2011 aportó ayudas por 4.751 millones de euros. Además la intervención de Caja Mediterránea (CAM) en julio supuso una aportación de 2.800 euros y una línea de crédito de 3.000 millones de euros. Sin contar la línea de crédito suponían un total de 16.583 millones de euros.

⁵⁶ <http://www.boe.es/boe/dias/2011/10/15/pdfs/BOE-A-2011-16173.pdf>

aumentaron la volatilidad sobre las primas de riesgo española, francesa e italiana a finales de 2011 (Banco de España, 2012).

En un entorno de crisis sistémica, tensiones políticas y retrasos en la aprobación de la ayuda financiera a Grecia, el aumento de las necesidades de liquidez de las entidades financieras y del gobierno español, afectaron al mercado de deuda español. En octubre se observa un aumento de la volatilidad, pero los tipos de interés de la deuda española a diez años se mantienen entre el 5 y el 5,5%, niveles sobre los que oscilaba desde finales del año 2010⁵⁷.

A finales de octubre, como se comentó, se dilataba la aprobación de la ayuda a Grecia y se le solicitaban mayores ajustes de consolidación fiscal. Esta mayor presión sobre el Estado heleno derivó en fuertes tensiones políticas que se trasladaron a los mercados de deuda pública griega, y que se extendieron al mercado de deuda italiana y española, con elevadas necesidades de liquidez. El 8 de noviembre, unos días antes de las elecciones españolas, el anuncio del cambio en el gobierno heleno e italiano calmaba a los mercados de dichos países⁵⁸ pero provocaba un aumento del tipo de interés sobre la deuda española, desde el 5,63% hasta alcanzar el 6,49%, el 17 de noviembre. Así, este aumento de las tensiones en España coincidía con una disminución de las tensiones en los mercados de deuda pública griega e italiana⁵⁹.

A pesar del cambio de gobiernos, la ayuda a Grecia seguía sin aprobarse y las tensiones volvieron a trasladarse a los mercados griegos. Mientras, en los mercados españoles se mantenían las tensiones. El nuevo gobierno del PP, que sustituía al PSOE tras las elecciones del 20 de noviembre de 2011, mantuvo los mecanismos de apoyo financiero y el día 21 el FROB intervino Banco Valencia⁶⁰. El rendimiento de la deuda española a diez años, desde el 17 de noviembre, siguió una tendencia creciente pero menor, alcanzando un máximo del 6,7% el 25 de noviembre. Solo, tras la concesión del sexto tramo de ayuda a Grecia, el 29 de diciembre, los rendimientos de la deuda española disminuyeron a valores del 5%⁶¹.

⁵⁷ Excepto en julio de 2011 que se produjo un fuerte repunte del coste de la deuda española.

⁵⁸ El 8 y 9 de noviembre disminuyen los rendimientos de la deuda griega e italiana. La primera creció desde el 31 de octubre a una tasa media diaria del 3,5%, y el día 8 cae un -0,5%. La segunda creció entre el 3 y el 8 de noviembre a una tasa media diaria del 4% y cayó un -11,5%, entre el 9 y el 11 de noviembre.

⁵⁹ Entre el día 10 y 18 de noviembre la tasa de crecimiento media diaria del tipo de interés de la deuda griega e italiana a diez años es de tan solo el 0,2% y del -1,1%, respectivamente.

⁶⁰ El 21 noviembre de 2011 el FROB pasa a ser administrador provisional del Banco de Valencia, controlado por Banco Financiero y de Ahorro (BFA, matriz de Bankia), realizando una inyección de capital 1.000 millones de euros y concediendo una línea de Crédito por valor de 2.000 millones de euros.

⁶¹ Aunque desciende ligeramente el lunes 28 de noviembre, tras la aprobación de la ayuda a Grecia el día 29 se producen fuertes disminuciones del tipo de interés de la deuda española, con una caída del -8% el 30 de noviembre, y del -10% el 2 de diciembre.

Si atendemos a la evolución de la prima de riesgo española, sin embargo, estuvo marcada por las variaciones de la rentabilidad de la deuda alemana. Ya desde finales de octubre, se observa un fuerte crecimiento de la prima de riesgo, que aumenta del 3,12% al 4,56%, entre el 27 de octubre y el 15 de noviembre⁶². Es decir, las tensiones en los mercados aumentaron la demanda de deuda alemana como activo más seguro. Sin embargo, desde el 15 de noviembre la prima de riesgo española mantuvo una tendencia creciente pero menos acentuada, debido al cambio de tendencia del tipo de interés de la deuda alemana⁶³, alcanzando un máximo el día 22 de noviembre, del 4,7%, y con una fuerte caída desde el día 29, tras la concesión del sexto tramo de ayuda a Grecia⁶⁴. Es decir, los problemas de gobernanza en Europa estaban dando lugar a un aumento de la percepción del riesgo del conjunto de los países de la UEM, y se hablaba de una Europa de dos velocidades (al igual que en los años precedentes a la creación del euro tras la crisis del SME).

Desde este momento, tras la concesión de la ayuda a Grecia, la prima de riesgo y el coste de la deuda española siguen un comportamiento parejo, y alcanzan un mínimo, el 5 de diciembre, de 2,92% y 5,12%, respectivamente. El 7 de diciembre el Fondo de Garantía de Depósitos aporta 5.249 millones de euros y adquiere el Banco CAM⁶⁵, lo que provoca un repunte sobre la prima de riesgo española y el coste de la deuda a diez años alcanzando el 8 de diciembre el 3,79% y 5,81%, respectivamente.

La prima de riesgo y la rentabilidad de la deuda española disminuyen hasta valores del 3,11% y 5,07%, respectivamente, el 20 de diciembre, tras las medidas extraordinarias de liquidez introducidas por el BCE el 8 de diciembre. Aun así, estas medidas fueron criticadas por el Bundesbank (Capraro et al, 2013). El BCE logró disminuir las tensiones pero no se solucionaron, a la vez que se producía una fuerte salida de capitales privados de los países bajo tensión, a otros países como Alemania (Millaruelo del Río, 2013).

⁶² Este fuerte crecimiento viene marcado por la caída de la rentabilidad de la deuda alemana a diez años. La rentabilidad de la deuda alemana disminuye hasta el día 15, alcanzando un mínimo del 1,78%.

⁶³ El tipo de interés de la deuda a diez años alemana aumenta desde 1,78 a 1,92% entre el 15 de noviembre y el 22 de noviembre. Desde el día 22 se produce un fuerte crecimiento alcanzando el 2,33% el 29 de noviembre. Una vez que se desbloquea la concesión del sexto tramo de ayuda a Grecia, el 29 de noviembre, los tipos de interés de la deuda alemana descienden, llegando al 1,85% el 16 de diciembre

⁶⁴ Entre el 28 de noviembre y el 5 de diciembre la prima de riesgo desciende un 40%.

⁶⁵ Banco CAM estaba administrado por el FROB desde julio de 2011. El FROB lleva a cabo la reestructuración para ser vendido posteriormente al Banco Sabadell por un euro. Para ello el FGD compromete los apoyos necesarios para la reestructuración, mediante suscripción de ampliaciones de capital por 5.249 millones de euros (incluía los 2.800 comprometidos por el FROB) y no tendrá efecto en los presupuestos del Estado. Además el FGD también le concede al CAM un esquema de protección de activos (EPA), por lo que asumirá el 80% de las pérdidas derivadas de dicha cartera (de 24.644 millones de euros, con unas provisiones constituidas de 3.882 millones de euros) durante un plazo de diez años. http://www.frob.es/es/Lists/Contenidos/Attachments/360/FROB_CAM_Nota_de_prensa_20111207.pdf

5. LA APROBACIÓN DEL SEGUNDO PLAN DE RESCATE A GRECIA Y LA CRISIS FINANCIERA ESPAÑOLA

5.1. Los problemas de solvencia del sistema financiero español

5.1.1. Las actuaciones de las autoridades europeas

En Grecia el nuevo gobierno provisional, nombrado en noviembre de 2011, conseguía avanzar en las negociaciones para poder aprobar el segundo plan de rescate, solicitado en junio de 2011, necesario para hacer frente a los próximos vencimientos, en marzo de 2012. El 13 de febrero el Parlamento Griego aprueba el Programa de Rescate condicionado a las nuevas medidas de austeridad⁶⁶. Y el 20-21 de febrero el Eurogrupo, por fin, aprobaba el segundo programa de ayuda a Grecia por 130.000 millones de euros, con una quita por parte del sector privado de 53.5% (107.000 millones de euros). En marzo, tras la aprobación del plan de ayuda en los parlamentos nacionales de los 17 miembros del área euro, Grecia recibía el primer tramo.

5.1.2. Las actuaciones de las autoridades españolas

En España el deterioro de los activos inmobiliarios, en una economía en recesión⁶⁷, hacía necesario el saneamiento de los balances. Se reconocía que había que resolver un problema de solvencia y no solo de liquidez⁶⁸ (ver Zurita, 2014). Con el fin de mejorar la confianza sobre el sistema financiero español el gobierno aprueba, el 3 de febrero, el RDL 2/2012 sobre el proceso de saneamiento del sector financiero. El decreto establece nuevas provisiones y mayores exigencias de recursos propios sobre la financiación y los activos recibidos en pago de deuda relacionados con el sector inmobiliario, clasificados como dudosos o subestandar⁶⁹. Y establece una provisión genérica del 7% para los activos inmobiliarios calificadas de riesgo normal, en previsión de que podrían dejar de

⁶⁶ Medidas fiscales de ahorro, flexibilidad salarial, disminución del tamaño del sector público, liberalización de profesiones y recapitalización del sector bancario.

⁶⁷ En marzo de 2012 la economía caería por quinto trimestre consecutivo.

⁶⁸ Según Zurita (2014, p.5) “en un primer momento se pensó que la crisis era de liquidez. Posteriormente el objetivo fundamental fue la concentración del sector, y finalmente la crisis pasó a ser un problema de solvencia. El resultado fue una sucesión de medidas parciales en busca de objetivos diferentes y, en algunos casos, contrarios” y “Sólo en 2012 se empiezan a tomar medidas para reducir el nivel de endeudamiento de la economía y reconocer el valor de los activos de las entidades”.

⁶⁹ En la circular 4/2004, Anejo 9, se clasifican las operaciones en función del riesgo de pérdida como: 1.- De Riesgo Normal. 2.- De Riesgo Subestándar, aun sin estar en mora, por las características del cliente o del crédito se estima que hay peligro de impago. 3.- De Riesgo Dudoso por razón de la morosidad del cliente: Las que tienen algún vencimiento impagado con más de tres meses de antigüedad, así como por riesgo contingente en los que el avalado haya incurrido en morosidad. 4.- Riesgo Dudoso por razón distinta de la morosidad del cliente: El deterioro de la solvencia del cliente, si este está en concurso o mantiene un litigio con el acreedor y genera dudas sobre el futuro de la operación. 5.- Riesgo Fallido: después del análisis individualizado se determina improbable el cobro de la deuda y se da de baja en el activo.

serlo. El cumplimiento de las nuevas exigencias se estimaron en 50.000 millones de euros (Carbó, 2012, Zurita, 2014), a cumplir antes del 31 de diciembre de 2012.

Además se modificaba el FROB en previsión de que las entidades solicitasen apoyo público, ampliando las formas en que se podría instrumentar la ayuda, y se aprueba el incremento a la dotación al FROB, en 6.000 millones de euros, con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. La nueva ley introducía también reformas para ajustar el exceso de capacidad y fortalecer la gobernanza de las entidades (Banco de España, 2012, abril, p.123-5). Según el Banco de España la mayoría de las entidades habían realizado un primer esfuerzo de saneamiento o lo harían sin dificultad.

En las últimas emisiones de 2011 el FROB había disminuido su demanda y dependía cada vez más de la financiación nacional⁷⁰. Además, en febrero, los bancos españoles accedieron en masa a las operaciones de liquidez del BCE y compraron deuda nacional⁷¹. Es decir, el BCE prestaba liquidez a los bancos a muy bajo coste. Y, a su vez, los bancos prestaban al Estado español a un coste más elevado (Berges y Ontiveros, 2013, p.105), para que pudieran apoyar la capitalización de las entidades bancarias con problemas.

El 7 de marzo el Fondo de Garantía de Depósitos aporta los fondos necesarios para comprar el 100% de Unnim Banca al FROB y poder venderlo a una entidad financiera⁷². Además, el 12 de abril, el FROB inicia también el proceso de desinversión de Catalunya Banc y de Banco Valencia⁷³.

A finales de abril, el FMI presenta un informe preliminar sobre el sistema bancario español. El gobierno español, en base a las recomendaciones del FMI, nacionalizó Bankia, solicitó un informe externo sobre el sistema bancario y aprobó la nueva ley de saneamiento del sistema financiero (RDL 18/2012), elevando los niveles de provisiones y las necesidades de capital de las entidades financieras en 29.000 millones de euros adicionales. Se estaban dando los pasos necesarios para poder solicitar posteriormente

⁷⁰ El capital nacional pasó de representar el 30% en las emisiones del FROB en 2009 a más del 60% a finales de 2011.

⁷¹ Los bancos españoles aumentaron sus posiciones de deuda pública española en más de 60.000 millones de euros tras las dos subastas de LTRO y el Estado español pasó a ser el mayor tomador de fondos del Eurosistema, llegando a representar un 33% del préstamo total (Berges y Ontiveros, 2013). Las medidas de liquidez del BCE provocaron que los bancos de los países con problemas de deuda se volvieran deudores del BCE (y prestamistas del Estado), y los de los países como Alemania o Finlandia en acreedores. Esto generó una importante discusión sobre el sistema de pagos TARGET (Panico y Purificato, 2013)

⁷² Incluye los 953 millones de euros ya aportados por el FROB por lo que no tendrá efecto en los presupuestos, y se vende al BBVA por 1 euro. Además se concederá un esquema de protección de activos. La venta se formaliza el 27 de julio de 2012.

⁷³ El FROB recapitalizará en 2011 Catalunya Banc con 1.250 millones de euros. En 2011 intervino Banco Valencia con una aportación de 1.000 millones de euros.

la ayuda financiera a Europa (Garrido, 2012)⁷⁴. Así, aunque en España se estaba dando mayor papel al FGD en la reestructuración bancaria, intentando evitar el efecto sobre la deuda pública, el informe del FMI recomendaba la necesidad de un aumento de la ayuda pública, para evitar costes que serían “demasiados elevados para ser soportados por el sector financiero”⁷⁵.

El 25 de mayo, tras la reformulación de las cuentas de Bankia, la entidad pasa de declarar 309 millones de euros de beneficios a unas pérdidas superiores a los 3.000 millones de euros (Berges y Ontiveros, 2013, p.108). Con las nuevas cuentas, solicita 19.000 millones de euros de ayuda adicional al gobierno para poder realizar el proceso de recapitalización⁷⁶, lo que fue el detonante de la crisis financiera española.

5.1.3. *La evolución de la prima de riesgo*

Hasta abril, el tipo de interés de la deuda española se mantuvo estable, en valores de alrededor del 5%⁷⁷. En mayo las elecciones en Grecia y los problemas de Bankia provocaban nuevos aumentos sobre la prima de riesgo española. El día 8 de mayo, tras la nacionalización de Bankia, la prima de riesgo comenzaba a elevarse, alcanzando el día 15 el 4,9%. El día 25, con la solicitud de ayuda pública por importe de 19.000 millones de euros, la prima de riesgo sufre un importante incremento, alcanzando un máximo del 5,4% el 30 de mayo. Desde este momento, la evolución de la prima de riesgo española vendrá marcada por las variaciones de los tipos de interés de la deuda española a diez años, lo que indica que el foco de las tensiones se trasladaba a España. Entre finales de mayo y principios de junio, tras el máximo alcanzado por la prima de riesgo, las agencias bajan la calificación de la deuda pública española y de la deuda de varias Comunidades Autónomas⁷⁸, acercándose a la denominación de “bono basura”.

⁷⁴ El MoU, asociado a la asistencia financiera europea, exigiría (Banco de España, IEF, 2011_11): La determinación de las necesidades de capital de cada entidad, lo cual se realizó a través de las pruebas Wyman; La recapitalización, reestructuración y/o resolución de los bancos menos viables, determinados en el RDL 18/2012; y la transferencia de activos dañados a un banco de gestión de activos (SAREB).

⁷⁵ La ayuda que se canalizaba a través del FGD, estaba financiado por el sistema bancario, y necesitaría un aumento de los fondos. Por lo que “To avoid resolution costs becoming too high for the industry to bear, especially in a reasonable time period, greater reliance on public funding may be needed, after exhausting options for private recapitalization, to preserve financial stability and to avoid excessive deleveraging” <http://www.imf.org/external/np/ms/2012/042512.htm>

⁷⁶ <https://www.bankia.com/recursos/doc/corporativo/20120927/anual/bankia-cuentas-anauales-2011.pdf>

⁷⁷ El tipo de interés de la deuda alemana a diez años disminuía del 2% el 16 de marzo al 1,7% el 10 de abril, y al 1,2% el 1 de mayo, lo que indicaba que las tensiones no habían desaparecido y la deuda alemana se seguía percibiendo como un activo más seguro. Seguramente las operaciones de liquidez del BCE influyeron en este hecho.

⁷⁸ La reforma del artículo 135 de la constitución limitaba el gasto y la emisión de deuda por parte de las Administraciones públicas, y priorizaba el principio de estabilidad presupuestaria. En febrero se habilitan

5.2. La solicitud y aprobación del rescate bancario

5.2.1. Las actuaciones de las autoridades europeas

Desde mayo y hasta mediados de junio de 2012 aumentaban de nuevo las tensiones en Grecia, debido a los problemas de formar un gobierno de coalición tras las elecciones del día 6 de mayo. El día 17 mayo se disuelve el Parlamento griego, y se convocan nuevas elecciones. El 17 de junio se forma un nuevo gobierno de coalición (con el partido conservador al frente) que daría prioridad a la implementación de las medidas estructurales del programa de asistencia, disminuyendo así las tensiones sobre el mercado de deuda griego.

El impacto de la crisis griega y la debilidad del sector bancario convirtieron a Chipre en el cuarto país del área en solicitar un programa completo de asistencia financiera, a finales de junio de 2012, de 10.000 millones de euros. Los problemas de Chipre estuvieron relacionados con el sobredimensionamiento de su sector financiero (los activos bancarios equivalían al 800% del PIB) y la dependencia de financiación externa. La crisis internacional supuso un freno a los flujos de inversión y los bancos chipriotas recurrieron a la deuda griega en la búsqueda de inversiones rentables, a pesar de los elevados riesgos. La alta exposición a la deuda griega y las condiciones impuestas por la Troika para la reestructuración de la deuda griega, por las que el sector privado soportaría parte de las pérdidas, produjo elevadas pérdidas en el sector financiero chipriota. La tardanza en la resolución de la ayuda al gobierno chipriota⁷⁹ aumentaron las tensiones en los mercados, “volviendo a poner de manifiesto la complejidad y las vacilaciones en la resolución de estos procesos” (Banco de España, 2012, p.88). La falta de apoyo al gobierno chipriota sumió al país en una fuerte recesión, siendo los costes para los ciudadanos muy elevados. De nuevo las posturas no cooperativas entre los miembros de la Unión ha provocado elevados costes a la población.

En la declaración de la cumbre de la zona del euro, del 29 de junio de 2012, se informaba sobre la ayuda a la recapitalización del sistema bancario español, que se realizaría a través

mecanismos transitorios de liquidez a las administraciones territoriales cuyas necesidades de financiación ascendían a 30.000 millones para las comunidades autónomas y 22.700 millones para las locales, 13.000 millones de euros más que a finales de 2007 (Banco de España, 2012, abril, p.54). Las medidas se reflejan en la Ley orgánica 2/2012 del 28 de abril de 2012, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, por la que se crea, en marzo, el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP) (por el Real Decreto-ley 7/2012) y, el 13 de julio, el Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) por el Real Decreto-ley 21/2012. El requisito para acceder al FLA está condicionado a la presentación de un plan de ajuste y a la supervisión del Ministerio de Hacienda, similar al FEEF.

⁷⁹ A pesar de tener un sector público saneado la Troika no llega a un acuerdo sobre la ayuda hasta marzo de 2013 (en junio se producirían elevados vencimientos de deuda a los que no podía hacer frente).

del FEEF, mientras no comenzase a funcionar el MEDE, y el FROB actuará como agente intermediario del gobierno. La financiación ascendería a 100.000 millones de euros y el programa finalizaría en diciembre de 2013. En julio de 2012 estaría disponible una cantidad que podrá llegar a 30.000 millones de euros para hacer frente a las necesidades de financiación que pudieran presentarse. La ayuda será contabilizada como un préstamo al estado y, por tanto, tendrá impacto sobre la deuda pública.

Además, se exponían los componentes necesarios hacia la creación de una nueva Unión en las áreas bancaria, económica, fiscal y política y aseguran que harán todo lo necesario para salvaguardar la estabilidad del euro. La unión bancaria se asentaría en dos pilares fundamentales: el mecanismo único de supervisión (MUS) y el mecanismo de resolución de crisis (MUR)⁸⁰.

El 5 de julio, el BCE tomaba nuevas medidas disminuyendo los tipos de interés a un mínimo histórico de 0,75% y rebajando las exigencias de colateral para facilitar la financiación de las entidades.

5.2.2. Las actuaciones de las autoridades españolas

El 9 de junio el gobierno español anunciaba su intención de solicitar ayuda financiera ante el Eurogrupo. El sector público se había vuelto dependiente de la financiación de las entidades privadas nacionales. El problema de Bankia, que se había formado por la fusión de varias cajas, disminuyó la credibilidad en el sistema bancario español. Esto hizo que se produjese un colapso de emisiones públicas y privadas entre abril y julio (Bergés y Ontiveros, 2013). Los problemas de Bankia y la falta de recursos, tanto públicos como privados, para realizar el proceso de reestructuración, obligaron al gobierno español a solicitar financiación a Europa por importe de 100.000 millones de euros (casi un 10% del PIB).

La solicitud formal de ayuda financiera no se realizó hasta el 25 de junio, una vez conocidos los resultados de las pruebas de estrés solicitadas en mayo. Se estimaban unas necesidades de capital de las entidades bancarias de entre 51.000 y 62.000 millones de euros en el escenario adverso, inferiores al importe de la ayuda solicitada. El grueso de las necesidades se concentraba en los 4 grupos participados por el FROB (Restoy, 2012).

El 9 de julio el Eurogrupo confirma la asistencia a España, que estaría sujeta a una reforma del sector financiero que será plasmada en el MoU⁸¹ (Memorandum de

⁸⁰ http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/es/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.2.4.html

⁸¹ http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2012/120720_MOU_espagnol_2_rubric

Entendimiento, MoU por sus siglas en inglés), cuyos tres elementos principales eran: la identificación de necesidades de capital (a través de la revisión de activos y pruebas de resistencia, que se darían a conocer en septiembre), la recapitalización reestructuración o disolución de las entidades más vulnerables y la segregación de activos más problemáticos de las entidades con ayuda pública y la transferencia de activos problemáticos a una Sociedad de Gestión de Activos Externa (se crearía en noviembre la SAREB, Sociedad de Activos para la reestructuración Bancaria).

Hasta el 20 de julio⁸², no es aprobado el MoU por el Eurogrupo⁸³. Para ello el gobierno español tuvo que aprobar, el 13 de julio, el RDL 20/2012 que incluía una serie de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y la competitividad, en línea con las recomendaciones del ECOFIN⁸⁴, similares a las condiciones impuestas a otros países, es decir, aunque el rescate era al sistema financiero se imponían las mismas políticas de austeridad sobre la economía española que sobre los países rescatados. El MoU incluía las condiciones del programa de asistencia financiera para la recapitalización de las entidades, que fueron recogidas en el Real Decreto Ley 24/2012⁸⁵, del 31 de agosto, de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito⁸⁶. En el terreno presupuestario, el gobierno español aprobaba, a principios de agosto, el plan presupuestario bianual 2013-14 y, en septiembre, se publicó un calendario detallado de las reformas estructurales (Banco de España, 2012 octubre).

a MECC_VVV.pdf

⁸² Según Luis Garicano las autoridades europeas retrasaron la aprobación del MoU hasta que España aprobase el incremento del IVA (aumentó el gravamen general del 18 al 21%). El PP a finales de 2011 ya había introducido varias medidas de incremento impositivo para reducir el déficit, además de otras medidas de control del gasto en sanidad y educación y medidas sobre competitividad (ver banco de España, 2012, p.107). Pero no fue hasta julio de 2012, tras la petición de ayuda, cuando aprobó la subida del IVA, seguramente por la fuerte crítica hacia el PSOE, en 2010, por haber introducido esta misma medida (aumentando el gravamen general del 16 al 18%).

⁸³ <http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/menuitem.ac30f9268750bd56a0b0240e026041a0/?vgnnextoid=84213847464a8310VgnVCM1000001d04140aRCRD>

⁸⁴ Subidas de IVA, reducción de salarios públicos y pagas extraordinarias, eliminación de la desgravación fiscal por vivienda, disminución de la prestación por desempleo, disminución de cotizaciones a la seguridad social para incentivar la generación de empleo, y medidas para liberalizar algunos sectores y fomentar la competitividad. Medidas muy similares a las que fueron solicitadas a Grecia para la aprobación del segundo Plan de rescate.

⁸⁵ El 14 de noviembre se eleva a rango de Ley (Ley 9/2012).

⁸⁶ Las medidas más destacadas son: Se establece un marco reforzado de gestión de activos; Se crea la SAREB, a los que las entidades participadas por el FROB deberían transferir sus activos problemáticos; Se modifican algunas funciones del Banco de España (se transfieren competencias en materia de régimen sancionador, a cargo anteriormente del Ministerio de Economía) y del FROB (se elimina la participación de las entidades de crédito en la Comisión Rectora), en busca de una mayor independencia; Se adopta la definición de capital core de la Autoridad Bancaria Europea y un ratio de capital mínimo común del 9%; Se acepta un reparto del coste de recapitalización en el que los titulares de instrumentos híbridos, como participaciones preferentes, podrían tener que asumir pérdidas (lo que supone un alto coste para los ahorradores minoristas, principales suscriptores de dichos títulos); y aumentar la transparencia en la venta de determinados activos (Banco de España, IEF, 2011_11, p.44).

Una vez más, los ciudadanos españoles estaban pagando los costes de los fallos de las normas europeas de coordinación de la política económica.

5.2.3. *La evolución de la prima de riesgo*

La crisis de la deuda europea golpeaba directamente a la banca y al sector público español, provocando en junio un aumento de la volatilidad de la prima de riesgo. Desde la solicitud de ayuda a Europa, el 9 de junio, se produce un fuerte incremento de la prima de riesgo española que alcanza el 5,8% el 18 de junio. Con la ratificación del MEDE por parte de España, el 15 de junio, y la elección del nuevo gobierno en Grecia, el día 17, se producía una relajación en los mercados, y la prima de riesgo española disminuía hasta el 4,7% el día 22 de junio.

Desde el 22 de junio (después de la reunión informal en Roma entre los jefes de gobierno italiano, francés, español y alemán)⁸⁷ debido a los problemas para la aprobación del MEDE⁸⁸ y a la incertidumbre sobre el mecanismo de resolución de crisis en la UEM, para la aprobación de la ayuda a España, aumentaron las tensiones sobre el mercado de deuda español y la prima de riesgo se incrementaba alcanzando el 5,4% el 28 de junio de 2012.

En el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio, se exponían los pasos hacia una nueva Unión y se hablaba del MEDE como mecanismo sustitutorio del FEEF. En un primer momento transmitía cierto avance hacia la aprobación de la recapitalización directa a la banca⁸⁹ a través del MEDE, provocando un ligero descenso en la prima de riesgo hasta el 5%, el 4 de julio. Pero la falta de actuación por parte de las autoridades europeas y las inseguridades que existían sobre la ratificación del MEDE por parte de Alemania (con derecho de veto), provocaba nuevos incrementos sobre la prima de riesgo llegando a un

⁸⁷ El 22 de junio Mario Monti, presidente de Italia, convocaba una reunión informal en Roma junto con los presidentes de Francia, España y Alemania para intentar llegar a un acuerdo, antes del Consejo Europeo del 28 y 29 de junio, sobre la introducción de políticas de estímulo de gasto público (120.000 millones de euro de gasto en infraestructuras) y la compra de deuda pública por parte del BCE en el mercado primario http://politica.elpais.com/politica/2012/05/21/actualidad/1337587740_885216.html. El gobierno español se unía a Francia e Italia, pues buscaba la recapitalización directa de la banca, para evitar el efecto sobre la deuda. El día 22 de junio, después de la reunión en Roma, los jefes de estado acuerdan aprobar la política de estímulo fiscal (aprobada en el Consejo europeo del 28 y 29 de junio) y se apoya que se hará todo lo posible para garantizar la estabilidad de los mercados pero no se concreta como. Eso sí, Angela Merkel rechaza la propuesta sobre la recapitalización directa a la banca, como proponía Mariano Rajoy.
http://internacional.elpais.com/internacional/2012/06/22/actualidad/1340347754_781635.html

<http://www.economista.es/economia/noticias/4066093/06/12/Merkel-se-opone-a-la-inyeccion-directa-a-los-bancos-y-a-la-compra-de-deuda.html#.Kku8B2uPflX4Gac>.

⁸⁸ Sobre los problemas para la aprobación del tratado de funcionamiento del MEDE (Canuto, 2014).

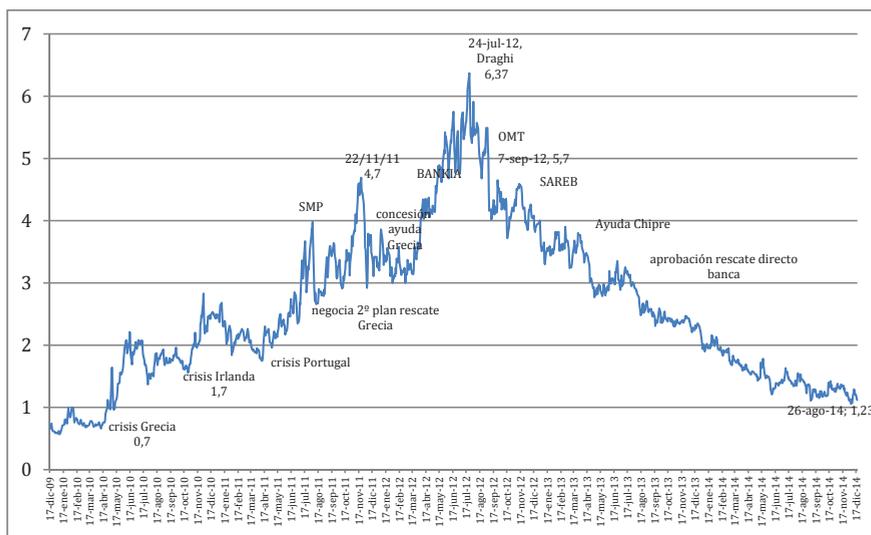
⁸⁹http://economia.elpais.com/economia/2012/06/29/actualidad/1340943204_828577.html

nuevo máximo del 5,7%, el 9 de julio. Después de la reunión del Eurogrupo, en que se confirma la asistencia a España, la prima de riesgo solo cae 4 décimas volviendo a producirse una nueva escalada sólo dos días más tarde. La aprobación del MoU, el 20 de julio, tampoco frenó el crecimiento de la prima de riesgo, que alcanzó el 6,4% el 24 de julio de 2012.

5.3. La actuación del BCE

En julio las fuertes presiones sobre el mercado de deuda español (al que se le sumaron los problemas de varias Comunidades Autónomas que llegaron a pedir el rescate)⁹⁰ llevaron a la prima de riesgo hasta máximos desde la entrada en la UEM. Las declaraciones de Mario Draghi, presidente del BCE, el 26 de julio, defendiendo el euro y su disposición a tomar las medidas necesarias para atajar la crisis calma a los mercados. En los días posteriores anuncia el programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC u OMT por sus siglas en inglés), que sería aprobado el 6 de septiembre, a través del cual se llevarían a cabo las operaciones de intervención ilimitada en el mercado secundario de deuda soberana, bajo la condicionalidad de pedir el rescate. El 26 de julio la prima de riesgo sufre una caída del 8%, y comienza una tendencia decreciente, pasando del 6,1% al 5,2% el 30 de julio (gráfico 2).

Gráfico 2. Prima de riesgo española. Datos diarios. Diciembre 2009- diciembre 2014



Fuente: datos Bloomberg.

⁹⁰ La Comunidad Valenciana, Catalana y Andaluza pedían el rescate por más de 10.000 millones de euros, al que se le sumarían posteriormente otras Comunidades Autónomas.

A pesar de las críticas por parte de Alemania a la compra de bonos públicos, la introducción de este mecanismo disminuyó las tensiones en los mercados y como afirma Schwarzer (2014, p.4) “It de facto proved to be a cure to the crisis in sovereign debt markets which none of the measures that the euro area governments agreed upon had been able to achieve”. El mismo Banco de España (2012, p.96) reconoce que “el anuncio de las OMT tuvo un impacto positivo sobre los mercados financieros y, en particular, sobre su grado de fragmentación. El programa que no ha llegado a activarse actuó como un elemento disuasorio, contrarrestando los elementos más especulativos y atenuando la percepción del riesgo de redenominación. Ello conllevó a una mejora en las condiciones de acceso a la financiación por parte del sistema bancario que permitió una reducción del recurso al Eurosistema”.

Prueba del éxito de dicha medida fue la recuperación de las emisiones en el mercado primario español. Las emisiones mensuales del Tesoro público español, que habían caído de manera muy acentuada entre abril y junio, aumentaron de manera considerable, llegando a acumular un colchón de liquidez de 40.000 millones de euros, desde mediados de año. Las entidades financieras también lograron realizar emisiones por 25.000 millones en el último cuatrimestre del año (Berges y Ontiveros, 2013).

En los días posteriores, la incertidumbre sobre un posible rescate al estado español mantiene la prima de riesgo en valores elevados. Las declaraciones del ministro de Asuntos Exteriores de Alemania, Guido Westerwelle⁹¹, rechazando la necesidad de dicho rescate provocan una nueva caída de la prima de riesgo española desde el 5,5% hasta el 4,7%, entre el 13 y el 20 de agosto. El rechazo por parte del Bundesbank a la compra de deuda por parte del BCE⁹² vuelve a aumentar las tensiones el 20 de agosto y la prima de riesgo española se vuelve a elevar hasta el 5,5% a principios de septiembre. El 6 de septiembre el Consejo de Gobierno del BCE decide los términos de ejecución del OMT (BCE, octubre 2012), y la prima de riesgo cae un 11%, disminuyendo a valores de 4%. El 12 de septiembre Alemania ratifica el MEDE. Ese mismo día se ampliaba la dotación del FROB en 6.000 millones de euros, por parte del Tesoro español (como se había establecido en el RDL 2/2012 del 3 de febrero).

A partir de esta fecha la prima de riesgo mantuvo una tendencia decreciente continuada, a la vez que se adoptaban las medidas necesarias para conceder la ayuda financiera a España y se avanzaba en el proceso de creación de la Unión Monetaria.

⁹¹ <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/08/13/economia/1344845740.html>

⁹² <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/08/20/economia/1345449730.html>

El 8 de octubre de 2012 comenzaba a funcionar el MEDE y en ese mes se establecía el calendario de establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS). En noviembre de 2013 se aprueba el Reglamento (UE) 1024/2013, según el cual el BCE, en coordinación con la Autoridad Bancaria Europea (ABE), será el responsable de la función supervisora y tendrá el control directo de los bancos de importancia sistémica de la eurozona. En noviembre de 2014 el MUS pasa a ser plenamente operativo. En abril de 2014 queda ultimado el MUR, que se nutrirá de contribuciones de la banca y su saldo se mutualizará, garantizando la resolución ordenada de las instituciones bancarias en dificultades, sin recurrir al dinero de los contribuyentes, y que entrará en vigor en 2015. Además, hay que destacar algunos hechos como la puesta en funcionamiento de la SAREB en noviembre de 2012, la aprobación de la ayuda a Chipre en abril de 2013 o la aprobación de recapitalización directa a la banca a través del MEDE en julio de 2013, fechas en las que se observa una caída más acentuada de la prima de riesgo, que alcanza en diciembre de 2013 el 2% y en 2014 se situaba cerca del 1%.

6. CONCLUSIONES

En España, a diferencia de Europa, donde el mayor impacto fue sobre el sector financiero, las restricciones de liquidez afectaron de manera importante al sector real, y aparecieron los desequilibrios que se habían ido generando durante la época de crecimiento. El sector bancario se vio afectado debido a su fuerte dependencia del sector inmobiliario y al aumento de las tasas de morosidad.

La existencia de intereses divergentes entre las políticas nacionales retrasó la toma de decisiones de las autoridades europeas, lo que provocaba que la deuda alemana se viera como un activo más seguro, aumentando la prima de riesgo española. En este contexto, la crisis griega afectó a la deuda pública española, a pesar de tener una de las deudas públicas más bajas de la UEM y de ser de los primeros países en introducir las políticas de ajuste recomendadas desde Europa. Además, las mayores dificultades de acceso a la liquidez y la aplicación de medidas fiscales restrictivas supusieron un freno a los síntomas de recuperación económica que mostraba la economía española.

Los problemas en los mercados de deuda, la crisis del sector inmobiliario y el aumento de las pérdidas por morosidad, generaron grandes dificultades de acceso a la financiación por parte del sector bancario español. Las entidades, principalmente cajas de ahorro, recurrieron a la ayuda del FROB, condicionada a la bancarización y

concentración del sistema. A su vez, la reestructuración bancaria exigía cada vez mayor capitalización de las entidades financieras, mientras las tensiones en los mercados de deuda dificultaban el acceso a la financiación por parte de las entidades y del FROB.

Las deficiencias del proceso de reestructuración bancaria, en medio de las tensiones de los mercados de deuda europeos, provocaron finalmente la solicitud de rescate del sector financiero español. La revisión de las cuentas demostraba la falta de una adecuada supervisión bancaria en el proceso de reestructuración. La pérdida de credibilidad en el sistema bancario español y la elevada dependencia del Estado de la financiación nacional, produjeron un colapso del sistema. El gobierno español se vio obligado a pedir ayuda financiera a Europa, lo que unido a los problemas para formar un gobierno en Grecia, provocó un fuerte aumento de la prima de riesgo española. Desde este momento, España pasó a ser el principal foco de las tensiones en el mercado de deuda europeo, y la prima de riesgo y el coste de la deuda pública española mantuvieron una misma tendencia.

Las presiones de los mercados financieros fueron aprovechadas para introducir medidas de contención fiscal y ajuste estructural, en algunos países (como Italia o Grecia) mediante la imposición de gobiernos tecnócratas. Mientras, para intentar contrarrestar las tensiones en los mercados, el BCE aportaba liquidez al mercado financiero y el gobierno español a las entidades con problemas, aunque no se trasladaba al sistema productivo. La elevada inyección de liquidez en los mercados por parte del BCE supuso una fuerte demanda por parte de las entidades financieras españolas que, a su vez, compraban deuda pública nacional a un tipo de interés mayor. La financiación del Estado se había hecho muy dependiente de la demanda nacional y pagaba un coste elevado, para poder prestar a las entidades financieras privadas en dificultades. A su vez, la preocupación en Europa por los problemas de deuda presionaba al gobierno español, que apoyaba financieramente la reestructuración bancaria, para introducir medidas de ajuste fiscal y contención del gasto público. Estas actuaciones dieron lugar a un círculo vicioso entre riesgo bancario, riesgo soberano y recesión, que aumenta las dificultades de recuperación económica (ver Berges et al, 2013)⁹³. Ninguna de estas medidas eliminó definitivamente los movimientos especulativos.

Las elevadas tensiones en los mercados, con motivo de la crisis de Bankia, presionaron al BCE a actuar de manera más efectiva. Sólo las declaraciones del presidente del BCE

⁹³ Según Berges et al. (2013) esta política del BCE se ha debido a que antepuso la política de contención de precios a la de estabilización financiera.

en julio de 2012, defendiendo la unidad del euro y el anuncio de intervención ilimitada de compra de deuda soberana en el mercado secundario a través del programa OMC, logran eliminar los movimientos especulativos sobre el mercado de deuda, lo que se ve reflejado en la importante caída de la prima de riesgo, que mantiene desde ese momento una tendencia decreciente, así como en la recuperación del acceso a la liquidez por parte de las instituciones españolas.

A la vista de estos hechos, parece claro que la UEM debería defender un objetivo común. Los comportamientos no cooperativos, como se ha visto, aumentan los costes para todos los países miembros e incluso puede dar lugar a la ruptura del euro, como estuvo a punto de pasar durante 2011. España es un claro ejemplo que muestra que tener controlada la deuda pública o introducir medidas de austeridad no son condiciones suficientes para generar confianza en los mercados, y estas medidas, además, agravan la crisis económica. La estabilidad financiera es importante, pero no debe ser el único objetivo. Para poder hacer frente a las asimetrías y a las características particulares de cada país, las políticas deberían ser coordinadas. Además, no se deberían desatender los problemas sociales que en el futuro generarán mayores inestabilidades, no solo en el sistema financiero sino en el conjunto de la economía. Por su parte, la desaparición de las cajas de ahorro y la desconfianza en las entidades financieras dificulta la canalización del ahorro hacia la inversión productiva. No es casualidad que la liquidez no esté llegando al sistema productivo. Un sistema bancario altamente concentrado e internacionalizado difícilmente realizará dicha función, y menos en una economía con rendimientos muy bajos. Parece, por tanto, que la regulación y la supervisión son necesarias si se quiere potenciar un sistema solvente y sólido, en el que se atienda a los problemas de base sin generar elevados costes, y para que se canalice el ahorro hacia el sistema productivo español, posibilitando la recuperación y el crecimiento económico.

BIBLIOGRAFÍA

- BCE (octubre 2012), Banco Central Europeo. Boletín Mensual, Octubre 2012.
- Banco de España, Informes Anuales. 2007-2014.
- Banco de España, noviembre (2009). Boletín Económico. Noviembre 2009.
- Banco de España, abril (2010). Boletín Económico. Abril 2010.
- Banco de España, abril (2012). Boletín Económico. Abril 2012.
- Banco de España, octubre (2012). Boletín Económico. Octubre 2012.
- Banco de España, IEF (2010_10), Informe Estabilidad Financiera. Octubre, 2010.
- Banco de España, IEF (2011_11), Informe Estabilidad Financiera. Noviembre 2011.
- Banco de España, (MDP, 2008), Mercado de Deuda Pública. 2008
- Beestma, R., Giuliadori, M., Frank De Jong, F. y Widijanto, D., (2013), “Spread the News: the Impact of News on the European Sovereign Bond Markets during the Crisis”, *Journal of International Money and Finance*. Vol.34. P.83-101. 2013.
- Berges, A. y Ontiveros, E. (2013), “El sistema financiero crisis y reforma” en López Garrido, D. (dir.) El Estado de la Unión Europea, el fracaso de la austeridad. Fundación alternativas y Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Berges, A., Ontiveros, E. y Valero, F.J. (2013), “La crisis bancaria y la deuda soberana en España: Orígenes e interrelaciones”, *Ekonomiaz*, nº84, 3cuatrimestre.
- Canuto, E.M. (2014), “Mecanismo Europeo de Estabilidad: escrutinio jurisprudencial”, *Crónica Presupuestaria*, 2/2014. Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. p.158-193.
- Capraro S., Panico C., Perrotini I., Purificato F., (2013), “Economía Política de la crisis de deuda en Europa”, *Investigación Económica*, LXXII, 286, Octubre-Diciembre, pp. 35-64.
- Carbó Valverde, S. (2012), “Cinco paradojas en la resolución de la crisis bancaria en España”. *Papeles de Economía Española, Crisis y reformas de la economía española*, nº133, 2012, p.93,101.
- Christodoulakis, N. (2012), “Greek crisis in perspective: Origins, effects and ways-out”, from *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Online Edition, 2012.
- Colligton, S., Esposito, P. y Lierse, H., (2012), “European Sovereign Bailouts, Political Risk and the economic consequences of Mrs. Merkel”, *J. Intl Econ. Comm. Policy*. 04, 1350010.
- De Grauwe, P. y Ji, Y. (2012), “Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test”, *CEPS Working Document*, n. 367, June 2012.
- De Grauwe, P. y Ji, Y. (2012b), “What Germany should fear most is its own fear. An analysis of Target2 and current account imbalances”, *CEPS Working Document*, n. 368, September, 2012.

De Grauwe, P. y Ji, Y. (2013), “Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications”, *VoxEU*, 21 February (www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications).

Dellas, H. and Tavlas, G., (2012), “The road to Ithaca: the Gold Standard, the Euro and the origins of the Greek sovereign debt crisis”, *Working Paper*, 149, Bank of Greece, November.

Garrido Torres, A. (2012) “La actuación de las autoridades españolas frente a la crisis financiera”, *Revista de Estudios Empresariales*. Segunda época. Número: 2 (2012). Páginas: 5–28.

Gordo, L., Hernández de Cos, P. y Pérez, J.J. (2013), “La evolución de la deuda pública en España desde el inicio de la crisis”, *Boletín económico*, Julio-Agosto. Banco de España. p-77-95.

Honkapohja S., (2014), “The euro area crisis: a view from the North”, *Journal of Macroeconomics*, 39, Part B, March, 260-271.

Lane, Philip R. (2012), “The European Sovereign Debt Crisis” *Journal of Economic Perspectives*, Volume 26, Number 3, Summer 2012, Pages 49–68.

Millaruelo, A. y Del Río, A., (2013), “Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis”, *Banco de España*, 89. *Boletín Económico*. Enero, 2013.

Mohl, P. and Sondermann, D., (2012), “Has political communication during the crisis impacted sovereign bond spreads in the euro area?”, *Paper to be presented at the SMYE 2012* 26-28 April 2012, ZEW Mannheim.

Moltó Calvo, Miguel (2012) “La nueva gobernanza económica en la UE: Avances y carencias” *Revista Galega de Economía*, vol.21, nº extraordinario (septiembre 2012).

Nikiforos, M., Carvalho, L. y Schoder, C. (2013), “Foreign and Public Deficits in Greece: In Search of Causality”, *Working paper* nº771. Levy Economics Institute. August 2013.

Panico, C. (2010), “The causes of the debt crisis in Europe and the role of regional integration”, *Investigación Económica*, vol.69, n.274, pp.43-62. ISSN 0185-1667.

Panico C., y Purificato F., (2013), “Policy coordination, conflicting national interests and the European debt crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, 37(3), May, pp. 585-608.

Panico C. y Vázquez Suárez M., (2008), “Policy coordination in the Euro Area”, *Studi Economici*, 96 (3), 5-31.

Perez-Caldentey, E. y Vernengo, M. (2013), “The Euro imbalances and Financial Deregulation: A Post Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis”, *Working Paper no. 702*. Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, Nueva York.

Poveda, R. (2000), “La reforma del sistema de provisiones de insolvencia”, *Banco de España*, *Boletín Económico*, Enero 2000.

Sanabria, A. y Garzón, E. (2014), “El “rescate” bancario español: un “botín” multimillonario”, *Viento Sur*, nº131.

Restoy, Fernando, (2012), “Reforma del sector bancario español: medidas para reforzar la estabilidad financiera”. *Seminario de banqueros centrales del Banco Santander*. Banco de España 2012, 15 de noviembre de 2012.

Saurina Salas, J., (2002), “Solvencia bancaria, riesgo de crédito y regulación pública: El caso de la provisión estadística española”, *Hacienda Pública Española / Revista de Economía Pública*, 161-(2/2002): 129-150. Instituto de Estudios Fiscales.

Schwartz, D. (2014), “Germany in the euro area crisis”, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Online Edition, 2014.

Sibbertsen, P., Wegener, C. y Basse, T. (2013), “Testing for a break in the persistence in yield spreads of EMU government bonds”, *Discussion Paper; Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Leibniz Universität Hannover*, No. 517.

Sinn, H.W, (2011), “The ECB’s Stealth Bailout”, *VoxEU.org*, 1 June 2011.

Vázquez Suárez, M. (2017), “La crisis financiera internacional como una oportunidad para la reestructuración del sistema bancario español: concentración y desaparición de las cajas de ahorro”. *Documentos de trabajo. Análisis Económico* nº 65. IDEGA.

Wyplosz C., (2013), “Europe’s quest for fiscal discipline”, *European Economy. Economic Papers*, núm. 498, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, April, ISBN 978-92-79-28580-6.

Zurita, J. (2014), “La reforma del sector bancario español hasta la recuperación de los flujos de crédito”. *Documento de Trabajo, No 14/12*. BBVA. Madrid.

DOCUMENTOS DE TRABALLO XA PUBLICADOS

ÁREA DE ANÁLISE ECONÓMICA

60. A COMPARISON BETWEEN STATISTICAL AND WALRASIAN APPROACHES: AN APPLICATION TO A LABOUR MARKET (**Pedro María Rey Araujo**)
61. PRECAUTIONARY SAVING IN SPAIN DURING THE GREAT RECESSION: EVIDENCE FROM A PANEL OF UNCERTAINTY INDICATORS (**Alba Lugilde Sánchez, Roberto Bande Ramudo, María Dolores Riveiro García**)
62. PRECAUTIONARY SAVING: A REVIEW OF THE THEORY AND THE EVIDENCE (**Alba Lugilde Sánchez, Roberto Bande Ramudo, María Dolores Riveiro García**)
63. REGIONAL DIFFERENCES IN THE OKUN'S RELATIONSHIP: NEW EVIDENCE FOR SPAIN (1980-2015) (**Roberto Bande Ramudo, Ángel Martín Román**)

ÁREA DE ECONOMÍA APLICADA

20. A CALIDADE DE VIDA COMO FACTOR DE DESENVOLVEMENTO RURAL. UNHA APLICACIÓN Á COMARCA DO EUME. (**Gonzalo Rodríguez Rodríguez**)
21. CARACTERIZACIÓN SOCIOECONÓMICA Y DESARROLLO DEL TURISMO EN LA "COSTA DA MORTE". (**Begoña Besteiro Rodríguez**)
22. OS SERVIZOS A EMPRESAS INTENSIVOS EN COÑECEMENTO NAS REXIÓNS PERIFÉRICAS: CRECEMENTO NUN CONTEXTO DE DEPENDENCIA EXTERNA? (**Manuel González López**)
23. O PAPEL DA EMPRESA PÚBLICA NA INNOVACIÓN: UNHA APROXIMACIÓN Á EXPERIENCIA ESPAÑOLA (**Carmela Sánchez Carreira**)

ÁREA DE HISTORIA

14. AS ESTATÍSTICAS PARA O ESTUDIO DA AGRICULTURA GALEGA NO PRIMEIRO TERCIO DO SÉCULO XX. ANÁLISE CRÍTICA. (**David Soto Fernández**)
15. INNOVACIÓN TECNOLÓXICA NA AGRICULTURA GALEGA (**Antom Santos, Pablo Jacobo Durán García, Antonio Miguez Macho**)
16. EL BACALAO EN TERRANOVA Y SU REFLEXIÓN DE LAS ZEE (**Rosa García-Orellán**)
17. LA ORGANIZACIÓN DEL TRABAJO EN LA GALICIA COSTERA: UNA REVISIÓN DEL IMPACTO DE LA INDUSTRIALIZACIÓN CONSERVERA EN ILLA DE AROUSA, 1889-1935 (**Daniel Vázquez Saavedra**)

ÁREA DE XEOGRAFÍA

23. LA CIUDAD Y SU IMAGEN TURÍSTICA EL CASO DE SANTIAGO DE COMPOSTELA EN EL MERCADO ITALIANO (**Lucrezia Lopez**)
24. EL DESARROLLO ECONÓMICO DE SANTA COMBA DE XALLAS. BASES PARA LA ELABORACIÓN DE UN PLAN ESTRATÉGICO MUNICIPAL (PEDEM) (**José Balsa Barreiro**)
25. LA MOVILIDAD FEMENINA EN ÁREAS RURALES. UN ESTUDIO CUALITATIVO EN LA COMARCA DEL DEZA (GALICIA) (**Xiana Rodil Fernández, José Antonio Aldrey Vázquez, Miguel Pazos Otón**)
26. LA PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA EN LA CIUDAD DE SANTIAGO DE COMPOSTELA. ¿REALIDAD O FICCIÓN? (**Yolanda García Vázquez**)

XORNADAS DO IDEGA

5. RESIDUOS SÓLIDOS URBANOS: A SUA PROBLEMÁTICA E A SÚA GESTIÓN (**Marcos Lodeiro Pose, Rosa María Verdugo Matés**)
6. CINEMA E INMIGRACIÓN (**Cineclube Compostela, Rosa María Verdugo Matés, Rubén C. Lois González**)
7. NOVAS TECNOLOXÍAS E ECONOMÍA CULTURAL. II Xornadas SINDUR (**Carlos Ferrás Sexto**)
8. MODELOS DE APOYO AL ASOCIACIONISMO Y LA INNOVACIÓN EN LA GESTIÓN DE LA PEQUEÑA PROPIEDAD FORESTAL EN EL NOROESTE DE LA PENÍNSULA IBÉRICA. (**Manuel Fco. Marey Pérez**)

GEOGRAPHY YOUNG SCHOLARS BOOK

1. NEW TRENDS IN THE RENEWAL OF THE CITY (**María José Piñeira, Niamh Moore**)
2. CHANGES IN THE CITY (**María José Piñeira, Niamh Moore**)
3. TRANSFORMING CITIES: URBAN PROCESSES AND STRUCTURE (**Niamh Moore, María José Piñeira**)
4. ADDRESSING COMPLEX URBAN CHALLENGES: SOCIAL, ECONOMIC AND CULTURAL TRANSFORMATIONS IN THE CITY (**Niamh Moore, María José Piñeira**)

Normas para os autores:

1. Os autores enviarán o seus traballos, por correo electrónico á dirección (mf.grela@usc.es) en formato PDF ou WORD. O IDEGA poderá solicitar o documento en papel se o estima conveniente.
2. Cada texto deberá ir precedido dunha páxina que conteña o título do traballo e o nome do autor(es), as súas filiacións, dirección, números de teléfono e fax e correo electrónico. Así mesmo farase constar o autor de contacto no caso de varios autores. Os agradecementos e mencións a axudas financeiras incluíranse nesta páxina. En páxina á parte incluírase un breve resumo do traballo na lingua na que estea escrito o traballo e outro en inglés dun máximo de 200 palabras, así como as palabras clave e a clasificación JEL.
3. A lista de referencias bibliográficas debe incluír soamente publicacións citadas no texto. As referencias irán ó final do artigo baixo o epígrafe Bibliografía ordenadas alfabeticamente por autores e de acordo coa seguinte orde: Apelido, inicial do Nome, Ano de Publicación entre parénteses e distinguindo a, b, c, en caso de máis dunha obra do mesmo autor no mesmo ano, Título do Artigo (entre aspas) ou Libro (cursiva), Nome da Revista (cursiva) en caso de artigo de revista, Lugar de Publicación en caso de libro, Editorial en caso de libro, Número da Revista e Páxinas.
4. As notas irán numeradas correlativamente incluíndose o seu contido a pé de páxina e a espazo sinxelo.
5. As referencias bibliográficas deberán facerse citando unicamente o apelido do autor(es) e entre parénteses o ano.
6. Os cadros, gráficos, etc. irán insertados no texto e numerados correlativamente incluíndo o seu título e fontes.
7. O IDEGA confirmará por correo electrónico ó autor de contacto a recepción de orixinais.
8. Para calquera consulta ou aclaración sobre a situación dos orixinais os autores poden dirixirse ó correo electrónico do punto 1.
9. No caso de publicar unha versión posterior do traballo nalgunha revista científica, os autores comprométense a citar ben na bibliografía, ben na nota de agradecementos, que unha versión anterior se publicou como documento de traballo do IDEGA.