



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Grado en Administración y Dirección de Empresas

El Ciclo Económico y el Ciclo de Crédito en España

Presentado por:

Miriam Villanueva Pocero

Tutelado por:

Zenón Jiménez Ridruejo-Ayuso

Índice

1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. EL CRÉDITO Y LAS NECESIDADES FINANCIERAS PRIVADAS EN ESPAÑA ANTES DE LA CRISIS	6
3. LA IMPORTANCIA DEL AHORRO Y DE LA INVERSIÓN PRIVADOS EN LAS NECESIDADES FINANCIERAS PRIVADAS: EL CASO DE ESPAÑA.	12
4. LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO, LA INVERSIÓN PRIVADA, Y LA EVOLUCIÓN DEL PIB EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	17
5. EL CRÉDITO Y EL APALANCAMIENTO BANCARIO: DETERMINANTES DEL BOOM CREDITICIO ESPAÑOL	24
6. LA CRISIS FINANCIERA Y EL “CREDIT CRUNCH” DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.....	29
7. LOS PROBLEMAS DE CAPITALIZACIÓN Y EL DESAPALANCAMIENTO BANCARIO: EFECTOS SOBRE LA OFERTA DE CRÉDITO.....	31
8. ¿HA FINALIZADO LA CRISIS BANCARIA?	34
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	36
ANEXO 1: ECONOMÍA CERRADA.....	37
ANEXO 2 : ECONOMÍA ABIERTA	38
TABLAS	41

1. INTRODUCCIÓN

Existe la idea generalizada de que la crisis española fue la consecuencia de las interacciones entre la crisis financiera internacional y los excesos ocasionados por la burbuja especulativa del sector de la construcción. Sin embargo, de la información disponible en torno a las necesidades financieras de los diferentes agentes privados y sus relaciones, parece evidente que dicha burbuja no fue sino la consecuencia de los desequilibrios financieros del sector privado y de la desbordada expansión del crédito de la época de expansión. En este trabajo nos proponemos analizar si las fricciones financieras, los errores en las políticas de riesgo de las entidades bancarias, y el ciclo del crédito, antecedieron y fueron el origen de los excesos de la deuda privada que desembocaron en la crisis económica.

Para comenzar este informe, es preciso señalar que los orígenes de la crisis no se gestaron en 2007, como habitualmente se supone, sino que se derivan del proceso de integración financiera que tiene lugar a partir de 1996, con sus secuelas de libre circulación del capital y reducciones sucesivas y muy intensa de los tipos de interés en el mercado crediticio. La facilidad de acceso a los mercados financieros mayoristas europeos por parte de las entidades de crédito españolas, cajas y bancos, propiciaron una expansión del crédito que finaliza y se interrumpe bruscamente en el año 2008, con el derrumbe del sistema financiero internacional y la intervención generalizada de Gobiernos y Bancos Centrales para apuntalar la liquidez, primero, y la solvencia, después, del sistema bancario internacional.

En los primeros meses de la crisis, en 2007, hubo un periodo de fuertes turbulencias que afectaron al mercado crediticio y monetario. La falta de un soporte suficiente de los productos estructurados distribuidos profusamente por el sistema bancario mundial y la profunda desconfianza, la capacidad del sistema para atender a la rentabilidad y amortización de las hipotecas, que se situaban en la base de la pirámide del mercado de derivados, determinó la brusca pérdida de confianza en el mercado financiero internacional. La falta de confianza en la política de riesgos de las entidades financieras se extendió a nivel global, y terminó por afectar a la estabilidad del sistema financiero

mundial. La traslación de la desconfianza a las entidades crediticias españolas y el drástico cierre de acceso al mercado mayorista, se multiplicaron en el caso de España como resultado del abultado apalancamiento de los bancos y las cajas. El temor a un desplome financiero generalizado era, en octubre de 2008, el detonante de una estrategia de crédito restrictiva que condujo a un “credit crunch” por parte del sistema bancario español. Los desequilibrios financieros en términos de contabilidad nacional siempre tienen como contrapartida consecuencias proporcionales en el sector real. La crisis monetaria se trasladó rápidamente hasta degenerar en una crisis productiva y de empleo. *“Las crisis financieras son fenómenos recurrentes, lo que provoca recesiones profundas y duraderas”*¹

En su origen podemos hablar propiamente de una crisis de riesgo sistémica que, originada inicialmente en el mercado financiero norteamericano, se trasladó con fuerza a la economía española en función de los desequilibrios propiciados por políticas de riesgo desordenadas, excesivas, y mal evaluadas. Conviene en primer lugar analizar de forma precisa qué se entiende como riesgo sistémico². Los ciclos de crédito se derivan de fricciones de agencia derivadas del hecho de que la mayoría de los intermediarios financieros tienen una responsabilidad limitada, e invierten en nombre de otras personas, por lo que toman una excesiva toma de riesgos³. Así pues, el origen de la crisis española, con independencia del detonante de la crisis financiera mundial debe buscarse en el “credit boom” o expansión desordenada del crédito. Aunque hemos dicho que la mayoría de las crisis de crédito coincidían o provocaban épocas de bonanza, algunas investigaciones afirman que las dos terceras partes de los “credit-boom” no están directamente relacionados con una crisis

¹ José-Luis Peydró (2014) “Credit cycles and systemic risk”.

² Se trata de “el riesgo de las amenazas a la estabilidad financiera que impide el funcionamiento del sistema financiero como un todo con efectos adversos significativos en la economía en general”. Definición en base a Freixas, Laeven y Peydró (2014)

³ También hay que tener en cuenta que los posibles rescates del gobierno implican una falta de disciplina de mercado por los acreedores bancarios al no imponer pérdidas sobre los tenedores de deuda. Estos intermediarios podrían estar tomando riesgos excesivos, en un intento de ganar cuotas de mercado, aumentando el riesgo sistémico en los sistemas financieros del mercado. El vínculo entre la crisis financiera y el ciclo económico real es justamente el mercado crediticio. El proceso se realimenta a sí mismo, ya que el crédito privado (deuda y apalancamiento) incrementa la probabilidad de crisis financiera, y esto condiciona el aumento del riesgo sistémico y los efectos negativos de la economía real asociada a la crisis.

financiera⁴. Por lo que podríamos decir, que el tercio restante serían “credit-boom” asociados a problemas financieros sistémicos y habría que analizar cuáles serían sus determinantes⁵.

La racionalidad operativa de estas decisiones, que tienden a prolongar y ampliar las crisis financieras, es evidente. Las entidades de crédito pueden novar los préstamos o alternativamente declararlos dudosos o morosos. Si optan por esta segunda estrategia, aumentan su tasa de morosidad, elevan el volumen de sus dotaciones con cargo a beneficios, y provocan operaciones concursales caras que encarecen aún más la posible recuperación de parte de las cantidades adeudadas. El resultado final es la desaparición de tejido empresarial y de empleo, la desconfianza adicional sobre la solvencia de las entidades de crédito, y las necesidades de capitalización de las mismas. Capitalización que en muchos casos es difícil cuando no imposible, como en el caso de las cajas de ahorro españolas⁶.

Otro punto importante a destacar es si los intermediarios financieros eran conscientes de las consecuencias de los riesgos que tomaron en el proceso del “boom” crediticio. Estos intermediarios recibían bonificaciones e incentivos por vender activos. Refinanciaron créditos sin pensar en las consecuencias de liquidez y solvencia que podrían derivarse sobre las entidades. La preocupación de estos bancos era maximizar su beneficio y su reputación mediante la ampliación de las cuotas de mercado, y no tanto los riesgos derivados de sus estrategias de crédito. Al poner a disposición de sus clientes un amplio catálogo de préstamos blandos, que ponía en cuestión la calidad crediticia, sentaban las bases de una crisis financiera y real de incalculables

⁴ FMI, 2012

⁵ El análisis no debe dejar de considerar como mecanismo de transmisión de la crisis de crédito la influencia de las novaciones, los préstamos “zombie”, y las refinanciaciones defensivas. Cuando la crisis real provoca la incapacidad de las empresas por falta de liquidez para atender los intereses y las amortizaciones de sus préstamos, los bancos tienen a “dar una patada a seguir” y renuevan los préstamos, con condiciones restrictivas adicionales o simplemente con el compromiso de pago de los intereses pendientes.

⁶ En diversos estudios que han realizado profesionales como Reinhart, Rogoff, Shularick, Taylor y Jordá, se han obtenido diferentes conclusiones, que se podrían resumir en las siguientes proposiciones: Los aumentos de deuda externa y el apalancamiento son la anticipación de las crisis bancarias, las cuales hacen que aumenten la deuda. El crecimiento del crédito es causa y consecuencia, y parece una predicción, de la inestabilidad financiera. La globalización juega un papel muy importante en los desequilibrios sistémicos, al igual que los excesos de liquidez extranjera o la innovación financiera en productos de dudosa cualificación.

repercusiones sociales. “Una política de crédito liberal que aumentaba las ganancias actuales a expensas de los resultados futuros”⁷.

¿Hasta qué punto, con independencia de la intensidad de la crisis financiera internacional, las estrategias de expansión crediticia y el apalancamiento de las entidades de crédito españolas generaron desequilibrios financieros y reales de tan enorme magnitud que afectaron a su estabilidad y solvencia posteriores? ¿En qué medida la puesta a disposición de empresas y familias de un crédito fácil y barato determinó un exceso de demanda insostenible y, con él, un formidable desequilibrio de las necesidades financieras del país? ¿Fueron los enormes desequilibrios financieros la causa última de los desastrosos desgarros de la economía real? ¿Son los problemas de capitalización del sector bancario en España causantes de una parte de la desconfianza a la solvencia de los bonos soberanos y de la elevación de las primas de riesgo? ¿Ha finalizado el ajuste de los desequilibrios y la capitalización de las entidades financieras en España? ¿Cómo, cuándo, y por qué se recuperará el crédito en la economía española? Estas son algunas de las preguntas que trata de responder este Trabajo de Fin de Grado.

2. EL CRÉDITO Y LAS NECESIDADES FINANCIERAS PRIVADAS EN ESPAÑA ANTES DE LA CRISIS

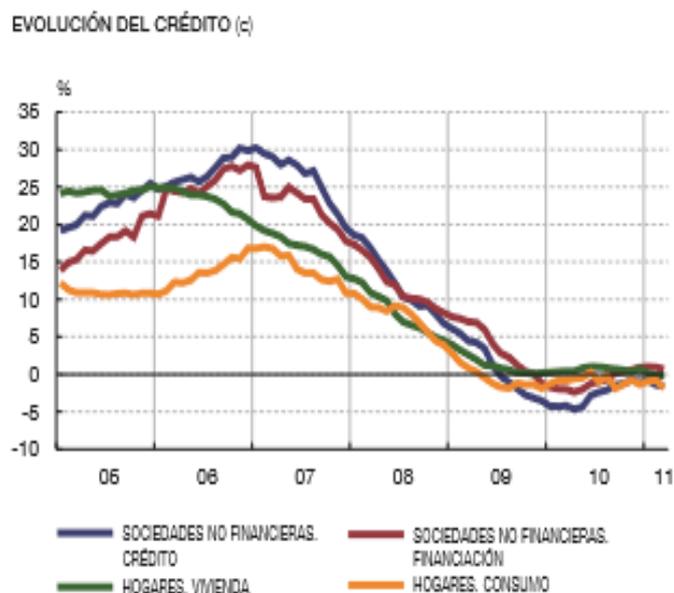
La actual crisis financiera, iniciada por agosto del 2007, viene tras siete años de extraordinaria liquidez en el mercado financiero y de tipos de interés poco acordes con la misma. Esta sobreabundancia de liquidez, llevó a la acumulación de varios excesos. Como ya dijo Charles Augustin Sainte-Beuve, un escritor francés del siglo XIX *“El que abusa de un líquido no se mantiene mucho tiempo sólido”*. Entre 1995 y 2007, España vivió la fase de crecimiento más larga en su historia económica de la mano de la incorporación a la Unión Monetaria y al sistema monetario europeo. Dicho proceso de integración y, específicamente la libre circulación del capital, implicaron un descenso progresivo y muy intenso de los tipos de interés, con un extraordinario estímulo de la demanda agregada interna.

⁷ Credit cycles and systemic risk. José Luis Peydró

Los elevados y sostenidos ritmos de crecimiento de la actividad económica permitieron incrementar los ingresos públicos y financiar un Estado del Bienestar que se acercó a la media de los países europeos de similares niveles de renta per cápita. En el mismo período la creación de empleo implicó la presencia de una inmigración significativa, que ha llegado a alcanzar más del 10% de la población total española. Las tensiones en el mercado de la vivienda nueva y usada fueron el efecto conjunto de la entrada de inmigrantes, de los bajos tipos de interés, y de la presión turística en las zonas costeras.

Los excesos de demanda, las caídas de la productividad, los descensos de la competitividad, y un formidable apalancamiento del sector privado, no fueron sino las consecuencias inevitables de los excesos en el consumo y la inversión, ocasionados por una expansión del crédito desbocada vinculada a un apetito del riesgo excesivo y mal evaluado. Un aumento del nivel de ocupados y del PIB, pero a su vez, durante esta época. Durante esta fase de expansión de la que se está hablando, la financiación concedida por las entidades de crédito a empresas y particulares aumentó enérgicamente, *llegando a alcanzar tasas de expansión que triplicaron al crecimiento nominal de la economía.*⁸

Gráfico 1



Fuente: Banco de España

⁸ Banco de España. Boletín Económico, octubre 2013

El crédito es una parte fundamental de la financiación de la economía y un determinante básico del curso de la actividad económica. Los hogares piden dicho crédito para poder realizar el consumo y la adquisición de viviendas, y las empresas, por su parte, se endeudan para financiar sus inversiones. Por su parte las entidades financieras, que proporcionan dicho crédito, intermedian el ahorro privado y financian los déficits públicos, acudiendo para cubrir sus necesidades de liquidez a los mercados mayoristas internacionales y al mercado interbancario.

Durante el ciclo 2000-2007, el crédito al sector privado creció en España a tasas muy por encima del PIB nominal. Si lo confrontamos con otros sectores bancarios de la eurozona, la banca española es la segunda que más incrementó el crédito al sector privado durante esta etapa. En definitiva, para contextualizar un poco la historia de España antes de la crisis, podemos partir en que los tipos de interés vigentes han sido excepcionalmente bajos. Los bancos, pues, decidieron dar préstamos más arriesgados por los que podrían cobrar intereses más altos. Los datos (Gráfico 2) permiten destacar que el ritmo de crecimiento del crédito en el período 2000-2007 se situó en torno al 18% anual acumulativo. Un ritmo muy similar al observado en Irlanda y Grecia, y muy superior al consignado para la media de los países de la UE15, que se cifró en torno al 7%.

Gráfico 2



Fuente: Banco Central Europeo

El sistema bancario español financiaba, por una parte, a las empresas de promoción y construcción de vivienda en condiciones de “loan to value” excesivas, tasando los terrenos y las promociones a precios desorbitados e, incluso, superiores a los del mercado. Por otra parte, ofrecían hipotecas a un tipo de clientes de dudosa solvencia, sin ingresos fijos, sin empleo fijo y sin propiedades, a los que imponían condiciones de tipos y amortizaciones que en muchos de los casos eran el resultado del proceso de expansión. El ciclo crediticio no era sino el resultado de políticas de expansión desequilibradas, destinadas más a la búsqueda de incentivos por el cumplimiento de objetivos de los empleados y, especialmente, a la consecución de ganancia de cuotas de mercado.

Antes de analizar cómo han sido los créditos que se dieron durante esta época de expansión, hay que tener en cuenta las necesidades financieras privadas que se acumularon a lo largo de dicho ciclo.⁹ Para analizar dichas necesidades financieras en este ciclo, hay que tener en cuenta que la capacidad o necesidad financiera se obtiene de la siguiente forma:

$$\text{Cap (+) / Nec (-) Fin} = (\text{Ahorro Privado} + \text{Ahorro Público}) - (\text{Inversión Privada} + \text{Inversión Pública})$$

$$\text{Cap(+)} / \text{Nec(-)} \text{ Fin} = \text{Ahorro Nacional Bruto} - \text{Formación Bruta de Cap. Fijo}^{10}$$

Por un lado hay que explicar de una manera sencilla que la necesidad financiera privada, es decir, la de empresas, bancos y hogares, lleva al apalancamiento privado, el cual a su vez, es satisfecho por el crédito nacional o internacional. Por lo que se puede ver que crédito y necesidad financiera de familias y empresas son términos que están muy ligados. Para ello vamos a analizar las Cuentas Financieras de la Economía Española (Banco de España), basando el estudio en las sociedades no financieras, las instituciones

⁹ Como se ha señalado en una reciente publicación: “En los años de mayor desequilibrio financiero, el ahorro nacional bruto apenas cubría el 60% de las necesidades de recursos para la inversión. Conviene destacar, no obstante, que los excesos de inversión sobre el ahorro bruto total, en el período de expansión comprendido entre 2003 y 2007, deben asociarse esencialmente al sector empresarial no financiero y a las familiar e instituciones sin fines de lucro. Por el contrario, en dicha fase del ciclo económico las entidades financieras y las administraciones públicas redujeron las necesidades financieras de la economía española”. Jiménez-Ridruejo Z. (2014) “La crisis del Sector Financiero Español y sus Repercusiones”.

¹⁰ Aproximamos la Formación Bruta de Capital por medio de la Formación Bruta de Capital Fijo. La diferencia, que sería la Variación de Existencias, no alcanza valores muy significativos.

financieras y en los hogares y se va a realizar un estudio lo más exhaustivo posible para ver la evolución del crédito y las necesidades financieras, y sus relaciones.

En un primer lugar, para analizar la significativa necesidad financiera que se produjo en el período 2001-2007, vamos en primer lugar a estudiar sus orígenes, es decir, el Ahorro Nacional Bruto y la Formación Bruta de Capital Fijo. Los datos, que se resumen en las Tablas 1 y 2, reflejan la creciente magnitud del desequilibrio financiero observado en la economía española. Un desequilibrio entre los recursos de ahorro y las necesidades de inversión, que es sustancial en el caso de los hogares y de las empresas no financieras, y menos significativo en el caso de las empresas financieras.

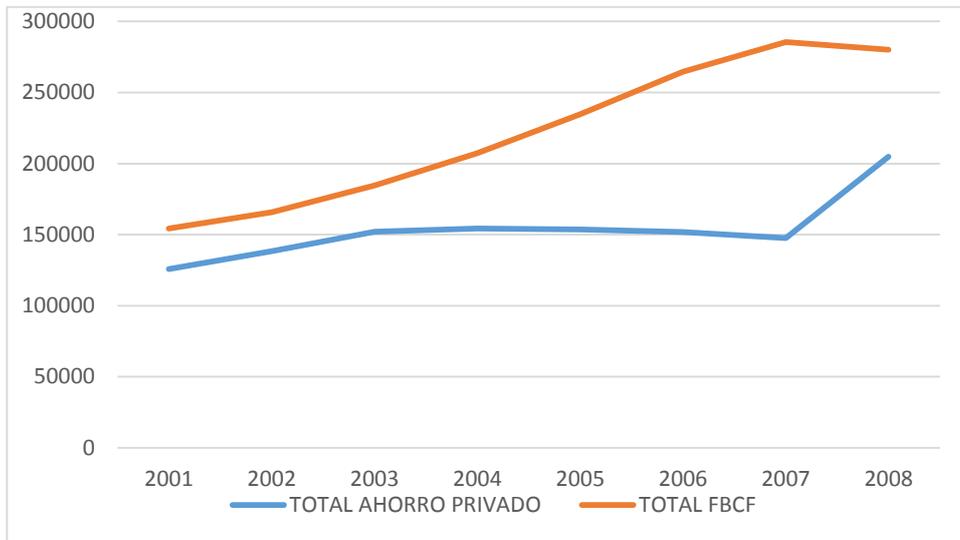
La necesidad financiera privada de la economía española se revela igualmente en los datos de la balanza corriente del país, que creció bruscamente a lo largo de la primera década del siglo XXI, para alcanzar su máximo en el año 2007. En dicho ejercicio, el déficit de balanza corriente por unidad de PIB se situó en torno al 11% máximo histórico desde la creación de la estadística del sector externo en España¹¹. Partiendo de estos datos y sabiendo, como ya se ha explicado antes, que la diferencia entre el ahorro privado y la inversión explica la necesidad o capacidad financiera privada, vamos a analizar gráficamente esa diferencia para que a un simple vistazo podamos observar el fundamento de los desequilibrios entre ahorro e inversión, y las necesidades de financiación neta de la economía española asociadas exclusivamente al comportamiento del sector privado y su financiación. En el mismo período, las necesidades financieras del sector público fueron muy bajas entre los años 2000 y 2005, para pasar a ser positivas en los años 2006 y 2007.

No se puede decir, por lo tanto, que el origen de los desajustes financieros de España se debiera a un desordenado comportamiento financiero de las cuentas públicas, ni que el déficit presupuestario fuese origen de las necesidades financieras y del comportamiento del crédito del período de expansión. Diferente será la valoración de la aportación a las necesidades financieras españolas de la economía española una vez que la crisis se produce desde 2008 hasta 2013 y se contrae el crédito al sector privado.

¹¹ Ver Tablas 1, 2 y 3 en los anexos

Gráfico 3:

AHORRO E INVERSIÓN PRIVADOS



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

Gráfico 4



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

En la Tabla 3, se observan las crecientes diferencias existentes entre la formación bruta de capital fijo y el ahorro bruto, que vendrá explicada en el siguiente gráfico 4 con las necesidades financieras en España antes de la crisis. Esta diferencia se fundamenta en el hecho de que el ahorro bruto no cubre las necesidades de los recursos financieros para la inversión y, por lo tanto, se origina un flujo de necesidades financieras crecientes. De nuevo podemos llamar la atención a la influencia decisiva de la expansión del crédito, muy por encima de las disponibilidades del ahorro privado, para la financiación

tanto de la expansión de la demanda de consumo privado, como de las necesidades de recursos para la demanda de inversión. Esta circunstancia supone el origen de uno de los problemas básicos de la banca comercial española: la creciente dependencia hasta el año 2008 de las operaciones de financiación mayorista internacional, que con la crisis va a constituir una de las causas del agravamiento del ciclo real. Por añadidura, se aprecia aquí una diferencia relevante entre el curso del crédito, que financia también el consumo, y las necesidades financieras del país.

3. LA IMPORTANCIA DEL AHORRO Y DE LA INVERSIÓN PRIVADOS EN LAS NECESIDADES FINANCIERAS PRIVADAS: EL CASO DE ESPAÑA.

En el capítulo precedente han quedado claras las circunstancias de los desequilibrios financieros de la economía española en el período de expansión comprendido entre 2001 y 2007. En este epígrafe del trabajo que estamos desarrollando, nos encargaremos de analizar, uno a uno, cada uno de los componentes de las necesidades financieras privadas, a partir de los datos desagregados de los hogares, las empresas no financieras y las empresas financieras en España, y durante un periodo de tiempo suficiente como para poder ver las diferencias entre el período de expansión y el de crisis. Vamos a empezar sosteniendo que, como ya hemos comentado en apartados anteriores, las necesidades financieras vienen explicadas por el hecho de que el ahorro no permita financiar la inversión o formación bruta de capital¹².

Capacidad (+) / Necesidad (-) Financiera = Ahorro Bruto Privado – FBCF

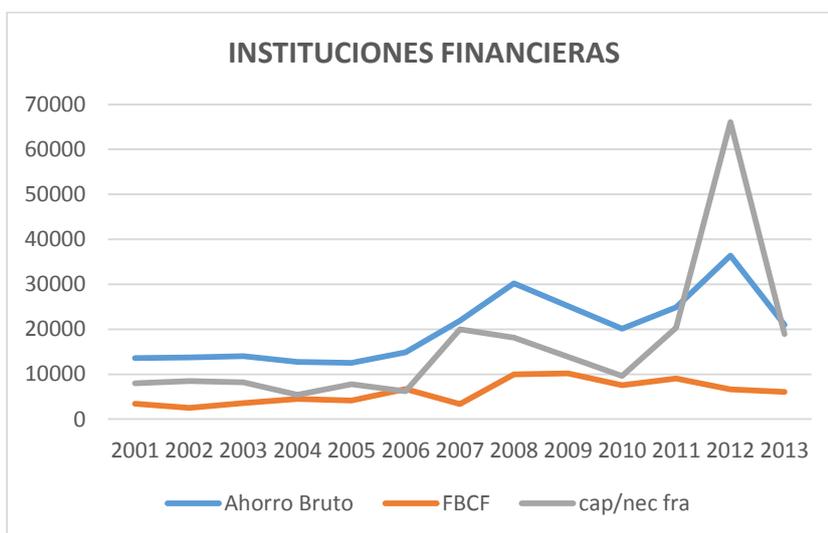
Vamos a analizar uno por uno cada componente de las necesidades financieras en el período comprendido en el estudio¹³. El Gráfico 5 refleja el curso del balance financiero de las **entidades financieras** españolas. A partir de los datos disponibles puede apreciarse que, pese al formidable proceso de

¹² Siendo, a su vez: Ahorro Bruto Privado = Ahorro Bruto Sociedades No Financieras + Ahorro Bruto Instituciones Financieras + Ahorro Bruto de Hogares e ISFLSH. Y FBCF Privada = FBCF Sociedades no Financieras + FBCF Instituciones Financieras + FBCF Hogares e ISFLSH.

¹³ Se ha seleccionado el período 2001-2013 por constituir la serie homogénea disponible en las Cuentas Financieras del Banco de España

expansión territorial y de negocios de la banca española, en ningún momento las entidades financieras contribuyeron con sus desequilibrios entre ahorro e inversión a las necesidades de financiación de la economía española. Esto no supone, de ninguna manera, que en el balance de las entidades bancarias las diferencias existentes entre las operaciones de activo y las disponibilidades de pasivo no fuesen sustanciales. Ni implica que la insuficiencia del pasivo bancario no determinase la necesidad de acudir con intensidad a la colocación de títulos hipotecarios o de la deuda soberana en los mercados mayoristas europeos. Solamente supone que el consumo de recursos bancarios permitió un ahorro interno suficiente para cubrir las necesidades asociadas a la inversión en capital asociado con los procesos de expansión de negocio.

Gráfico 5



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

En el gráfico 5 observamos que en ningún momento de antes o durante de la crisis los bancos o cajas han tenido necesidades financieras netas, ya que en todo momento su ahorro ha superado sus necesidades de inversión. No podemos, por lo mismo, responsabilizar a la desordenada expansión bancaria, de una forma directa e inmediata, de las necesidades financieras crecientes que se apreciaron en la economía española en los años de expansión económica.

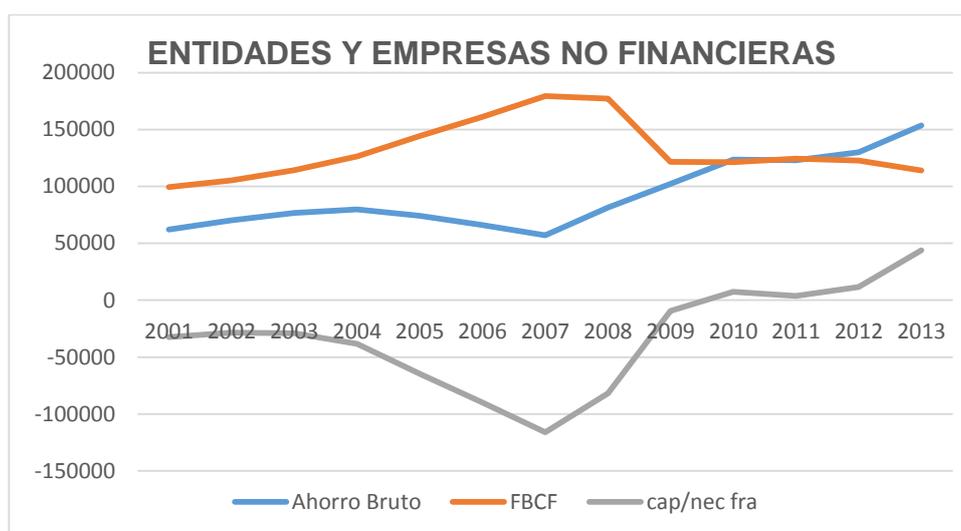
Un caso muy diferente constituyó el comportamiento financiero de las **empresas y entidades no financieras**. La expansión de las operaciones de inversión en los sectores productivos asociados al crecimiento de la demanda

de bienes de consumo y, sobre todo, la formidable acumulación de capital en el sector de la vivienda residencial a lo largo del período 2001-2007, por una parte, y las limitadas capacidades de ahorro y autofinanciación de las empresas españolas en todos los sectores, y especialmente en el sector de la construcción, están en el origen y constituyen la causa relevante, de una evolución tan desequilibrada como insostenible de las necesidades financieras de las mismas.

De la evidencia disponible se deduce que la expansión de la inversión, por parte de las empresas, no financiado por el curso del ahorro interno de las mismas, está en el origen de una parte del crecimiento desordenado del crédito en la economía española. Esto no quiere justificar de ninguna forma los errores que se apreciaron a lo largo del período de expansión (y no sólo en los últimos años) de las políticas de riesgo de las entidades bancarias en España. Si se produjo un crecimiento de la inversión a tasas insostenibles, no solo habla de los errores de financiación de la empresa en el país, sino también y con mayor énfasis si cabe del fracaso rotundo de las políticas de riesgo y activo de los bancos comerciales, y de la presencia de incentivos a un comportamiento, más basado en impropias expectativas de beneficios que en una valoración macro-prudencial de los riesgos empresariales.

El gráfico 6 nos habla de un desequilibrio financiero empresarial inaceptable, tanto en la perspectiva empresarial, como en el comportamiento del sector bancario. Pero también nos remarca los errores en el comportamiento de las entidades de control y, especialmente, del Banco de España, así como en el fracaso de las políticas del Gobierno para limitar los efectos de los errores de valoración de los mercados y los agentes económicos. Las caídas de la inversión a lo largo de los años 2008 y 2009, y el desapalancamiento de las empresas que contribuyó a mejorar el ahorro de las mismas desde 2007 son uno de los factores determinantes del ajuste financiero de la economía española en los años de la crisis. Un desapalancamiento que a día de hoy está lejos de haber finalizado, pese al repunte del crédito bancario al sector empresarial.

Gráfico 6



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

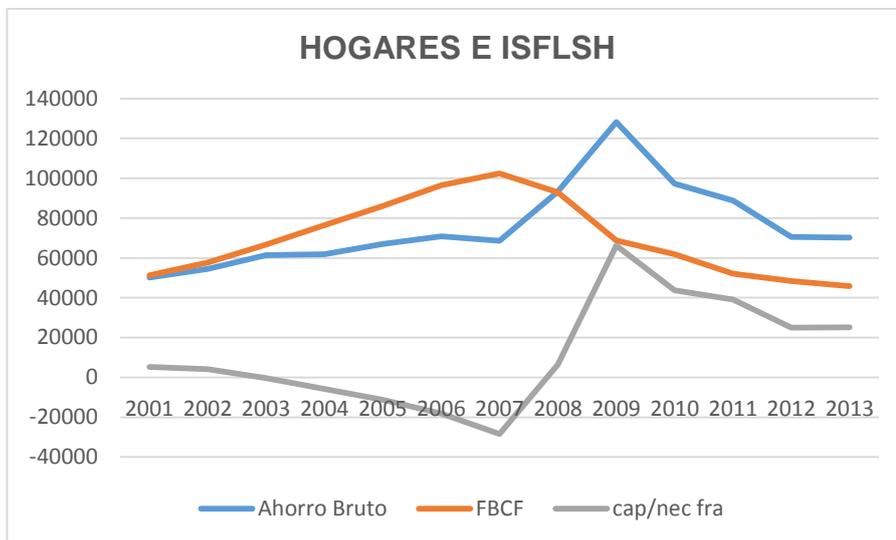
Un comportamiento desequilibrado de similar intensidad podemos observar cuando analizamos el curso de la capacidad o necesidad financiera de los **hogares e instituciones sin fines de lucro**. Si nos centramos en el análisis del ahorro familiar, podemos decir que a lo largo de la crisis creció moderadamente, situándose siempre muy por debajo de la evolución de la inversión. Esta evidencia refleja, más allá de toda duda, que las familias españolas, en su conjunto, tomaron decisiones patrimoniales sin la debida prudencia. La inversión de las familias no hace sino reconocer la formidable expansión de la compra de viviendas (especialmente de nueva vivienda) a ritmos indebidos, a precios desorbitados por un mercado desnortado por la actividad de las empresas de tasación vinculadas a las entidades bancarias, y con procedimientos de financiación hipotecaria absolutamente insostenibles en condiciones de crecimiento económico normal o de tendencia.

Para explicar la reducción del ahorro bruto¹⁴ de las familias a partir de 2009 hay que tener muy presente la continua destrucción de empleo tanto privado como público, que junto con otros factores tales como el endurecimiento de las

¹⁴ A partir del año 2007 se produce con alguna brusquedad el descenso de la inversión de las familias provocado por la fulminante contracción del crédito observado por las entidades financieras. Ello unido a una percepción retardada de la crisis económica (de la que cabe responsabilizar a los errores de información del Gobierno), que propició el mantenimiento de elevadas tasas de ahorro familiar hasta bien entrado el año 2009, implicó un ajuste financiero de fuerte intensidad, que permitió recuperar la capacidad financiera de los hogares, al tiempo que propiciaba un proceso de reducción de la deuda de las familias en un proceso de desapalancamiento igualmente intenso, que se mantiene con alguna moderación al día de hoy

condiciones de financiación o las subidas de impuestos, han inducido que la renta disponible de los hogares españoles hoy se sitúe en términos medios en niveles equivalentes a los de 2007.

Gráfico 7



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

La tasa de ahorro de las familias españolas (definida como porcentaje de la renta disponible de las familias que no se dedica al consumo) ha descendido a niveles inferiores a lo que se había considerado su media histórica, si bien desde 2012 ha tendido a estabilizarse en niveles muy bajos pese a la atonía del consumo, que sólo se ha roto a partir de la primavera de 2014. La evolución de dicha tasa puede apreciarse para el período analizado en el gráfico 8. El curso de la tasa entre diciembre de 2007 y diciembre de 2010 revela con intensidad la incertidumbre de las familias y el efecto de la caída del empleo en la economía española. La desconfianza económica y el temor al desempleo condujeron a un brusco incremento de la tasa de ahorro y una repercusión igualmente negativa en la tasa de consumo. En estas condiciones la incertidumbre de los hogares, la influencia creciente de informaciones económicas negativas, y la caída sostenida del crédito al consumo, contribuyeron decisivamente a prolongar e intensificar el deterioro de la demanda agregada nacional, y con ella a la intensificación de la crisis y el desempleo.

Gráfico 8



Fuente: INE

4. LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO, LA INVERSIÓN PRIVADA, Y LA EVOLUCIÓN DEL PIB EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Los modelos macroeconómicos tanto estáticos como dinámicos solamente incorporan los mercados de bienes y servicios y de dinero (dando por supuesto el carácter redundante de los mercados de activos). No es fácil encontrar modelos básicos que incorporen explícitamente el mercado de crédito y sus relaciones con el mercado monetario. Una forma limitada pero efectiva de tratar las relaciones del crédito bancario con el sector real de la economía, es suponer que la demanda de liquidez se configura implícitamente como una demanda de crédito, mientras que la oferta de crédito bancario se vincula implícitamente con la evolución del crédito doméstico del Banco Central¹⁵.

Los vínculos que podemos establecer entre el control por parte del Banco Central del crédito doméstico¹⁶ (que se constituye junto con las reservas

¹⁵ Esta hipótesis presenta algunas dificultades obvias que se aprecian con toda intensidad en la desigual evolución del tipo de interés básico del banco central respecto al tipo de interés promedio de las operaciones crediticias del sistema bancario. El control del tipo de interés básico por el Banco Central determina la liquidez del sistema que, a su vez, se relaciona con el tipo de interés promedio de las entidades bancarias. Pero toda suerte de rigideces pueden apreciarse en la conducta del sector bancario a la hora de transmitir los cambios de la liquidez del sistema a los tipos de sus operaciones de activo (y pasivo) con su clientela.

¹⁶ Alternativamente podríamos hablar del control del tipo de interés por el Banco Central y sus efectos sobre el crédito doméstico y la liquidez del sistema.

externas en la base monetaria del sistema) y el tipo de interés básico (que refleja en alguna medida la evolución del tipo de interés promedio de los créditos bancarios) condiciona, pero no determina el comportamiento bancario de un país cuando nos situamos en la Europa del euro. Aspectos tan importantes como la evolución de la deuda soberana y sus efectos sobre la “prima de riesgo”, la capacidad del Banco Central Europeo para hacer efectivas sus compras de activos del sistema bancario del país de referencia, las exigencias de los colaterales establecidos para estas operaciones, o la compra en el mercado secundario de deuda soberana, van a determinar el curso de los tipos de interés de las operaciones de activo de los bancos comerciales y el diferencial de los tipos de las empresas del país respecto de las empresas de otros países de la Unión Monetaria.

Por su parte la relación entre la evolución del crédito doméstico y el curso del PIB ha sido objeto de estudio de académicos y profesionales; algunos han corroborado la utilización de esta relación como hito de debilidades financieras, aunque otros no están tan de acuerdo con la anterior afirmación. En cualquier circunstancia, parece evidente que el parámetro de la “preferencia por la liquidez” de los modelos básicos se comporta más como una variable que como un parámetro. También es evidente que la eficacia de las políticas monetarias (y su incidencia sobre el crédito) como instrumento para la estabilización económica, depende sustancialmente de la preferencia por la liquidez y su evolución. Finalmente es necesario subrayar que bajo las circunstancias de crisis profunda que hemos analizado entre 2008 y 2012, la utilidad del Banco Central no está tanto en el control del tipo de interés, como en el efecto de sus decisiones sobre el precio de la deuda soberana de los diferentes países, y a través de ella sobre el precio de la financiación de administraciones y empresas.

Los efectos multiplicadores¹⁷ de la política de control del crédito doméstico sobre el tipo de interés y la renta, y a través de ambas sobre la inversión pueden fácilmente expresarse en un modelo IS-LM, bajo el supuesto de precios

¹⁷ El estudio detallado de la repercusión de las políticas de control del crédito doméstico del Banco Central sobre la inversión y el nivel de renta se desarrolla en el Anexo 1.

fijados exógenamente y ajuste cuantitativo en el mercado de bienes y servicios¹⁸.

En estas circunstancias los efectos de una variación del crédito doméstico sobre la inversión serían:

$$di = ((i_r + \alpha i_y i_r) / (l_r + \alpha i_r l_y)) d(cd_0)$$

Un efecto inequívocamente positivo que dependerá, según las fases del ciclo económico desde un valor cero en el caso hipotético de que la preferencia por la liquidez tendiese a infinito en recesión, hasta un valor $1 + i_y \alpha / \alpha l_y$ en el caso de que la preferencia por la liquidez tendiese a cero en auge expansivo. En los mismos términos, la variación de la renta asociada a los cambios del crédito doméstico sería nula cuando la preferencia por la liquidez tiende a infinito en recesión profunda, y sería $(1/l_y)$ en el caso de preferencia por la liquidez tendiendo a cero en expansión aguda. Como es evidente, igualmente, que la sensibilidad de la inversión a las variaciones de la demanda i_y actúa de forma tanto más positiva para trasladar sus efectos a la inversión en las épocas de crisis que en las épocas de expansión. En consecuencia los efectos multiplicadores de la política de expansión de crédito doméstico tienen un efecto muy limitado sobre el sector real en las épocas de recesión y relativamente intenso como resultado de los descensos del tipo de interés en las épocas de expansión económica.

En el caso de una economía abierta¹⁹ los multiplicadores del crédito doméstico se ven modificados por la influencia de la propensión marginal a importar en las repercusiones sobre el nivel de renta y el tipo de interés²⁰.

En estas circunstancias los efectos de una variación del crédito doméstico sobre la inversión serían:

$$di = ((i_r + \alpha^* i_y i_r) / (l_r + \alpha^* i_r l_y)) d(cd_0)$$

¹⁸ Supuesto que: $i = i_0 - i_r + i_y y$, los multiplicadores de la política de control del crédito doméstico por parte de las autoridades monetarias serían:

$$d y = (\alpha i_r / \gamma l_r) d(cd_0)$$

$$d r = -(1/\gamma l_r) d(cd_0)$$

Donde los parámetros α y γ toman los valores: $\alpha = 1/(1 - c_y(1 - t_y) - i_y)$; $\gamma = 1 + (\alpha i_r l_y / l_r)$

¹⁹ Vid.: Anexo 2

²⁰ Siendo $d y = (\alpha^* i_r / \gamma^* l_r) d(cd_0)$

$$d r = -(1/\gamma^* l_r) d(cd_0)$$

Los parámetros α^* y γ^* toman los valores: $\alpha^* = 1/(1 - c_y(1 - t_y) - i_y + x^*y)$; $\gamma = 1 + (\alpha^* i_r l_y / l_r)$
Siendo x^*y la propensión marginal a importar.

Como quiera que $\alpha^* < \alpha$ la condición necesaria y suficiente para que un aumento del crédito doméstico provocase un aumento de la inversión y, consiguientemente, una elevación de la renta sería que $i_y > i_r$, la sensibilidad de la inversión a la variación de la renta fuese mayor que la sensibilidad de la inversión a la variación del tipo de interés, por una parte, y que $l_r > l_y$, la preferencia por la liquidez fuese mayor que la sensibilidad de la demanda de dinero a los cambios de la renta.

Los efectos de la política de expansión del crédito doméstico del Banco Central prolongan sus efectos en economía abierta a lo largo de sus consecuencias sobre la balanza de pagos. Frente al caso ambiguo de la política presupuestaria de expansión del gasto, cuyas repercusiones sobre la balanza de pagos dependen básicamente del grado de movilidad del capital. En el caso de los efectos de la política de expansión del crédito doméstico, sus consecuencias son inequívocamente un deterioro de la balanza de pagos. El incremento de la renta supone un aumento de las importaciones, y el descenso del tipo de interés (cualquiera que sea la movilidad del capital) provoca una salida neta de capitales²¹.

A partir de estas consecuencias sobre el saldo de la balanza externa, el sistema de cambios vigente traslada los desequilibrios externos al interior de la economía y, consecuentemente, repercuten sobre el nivel de renta y el valor del tipo de interés de equilibrio. Si se plantean los déficits de la balanza de pagos en un sistema de cambios fijos, el principio del ajuste de reservas determinaría que:

$$d(\text{bp}) = d(\text{re}) = (-x_y^* (\alpha^* i_r / \gamma^* l_r) - k_{r-r^*} (-1/\gamma^* l_r)) d(\text{cdo})$$

Si, por el contrario, el mercado de cambios presentase cambios flexibles, el principio de ajuste cambiario (lineal) implicaría:

$$d(\text{bp}) = \sigma - \varphi (d s)$$

²¹ Por tanto, la magnitud de los efectos de la política de expansión del crédito doméstico sobre el saldo de la balanza externa, dependerá de los efectos multiplicadores sobre la renta y el tipo de interés analizados anteriormente.

$$d(\text{bp}) = -x_y^* (\alpha^* i_r / \gamma^* l_r) d(\text{cdo}) + k_{r-r^*} (-1/\gamma^* l_r) d(\text{cdo}) = (-x_y^* (\alpha^* i_r / \gamma^* l_r) - k_{r-r^*} (-1/\gamma^* l_r)) d(\text{cdo})$$

Por lo tanto: $d(\text{bp}) / d(\text{cdo}) < 0$. En todo caso, y para cualquiera de los valores afectos a k_{r-r^*} el grado de movilidad del capital. Es necesario observar que la intensidad del efecto gravita decisivamente sobre la propensión marginal a importar x_y^* , por una parte, y sobre el propio grado de movilidad del capital, e inversamente sobre la preferencia por la liquidez.

$$(ds) = (-1/\varphi) (-x_y^* (\alpha^* i_r / \gamma^* l_r) - k_{r-r^*} (-1/\gamma^* l_r) - \sigma) d(cd_0) > 0$$

Y el tipo de cambio nominal s , y real $e = (sp^* / p)$, se elevarían en función de los déficits de la balanza de pagos, lo que implicaría una depreciación de la moneda nacional respecto al dólar o moneda de reserva.

Parece, por tanto, evidente que una expansión del crédito doméstico del Banco Central a las entidades bancarias, basada en una compra de activos privados o públicos, tiende a elevar la liquidez del sistema, reducir los tipos de interés, estimular la renta, y empeorar la balanza de pagos. El ajuste de los desequilibrios de la balanza de pagos se produce, bien por medio de un mecanismo de ajuste de reservas (que recupera la situación de partida inicial con pérdida de reservas externas), o bien mediante una depreciación de la moneda nacional, mejora la balanza corriente, estimula la renta nacional y permite recuperar una parte de los descensos del tipo de interés²².

Vamos a analizar en un primer lugar como ha evolucionado el crédito durante el período que estamos estudiando. Los préstamos bancarios, que veremos ahora su evolución, representaban (en 2011) en torno al 80% de la financiación que necesitaban hogares y sociedades no financieras. Se trata por tanto del análisis del ritmo de crecimiento de la variable básica en la financiación tanto del consumo como de la inversión y, por lo mismo, de la demanda agregada. Para ello vamos a utilizar tasas de crecimiento²³ de las variables para poder comparar analítica y gráficamente su evolución con una mayor facilidad.

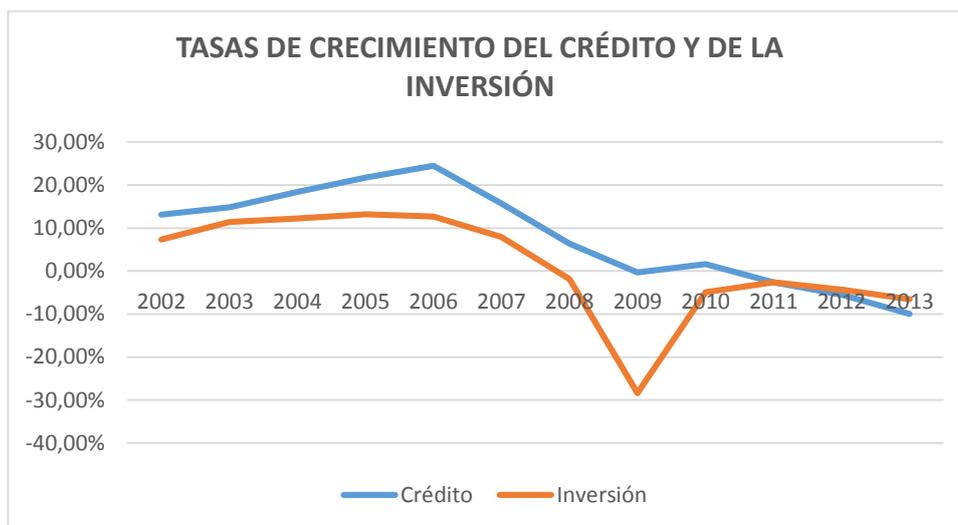
En el gráfico 9 se aprecia la evolución relativa de las tasas de crecimiento de crédito e inversión. Los datos hasta 2006 apuntan a ritmos de crecimiento muy elevados, y parejos en su evolución. Tasas de variación del crédito que se sitúan en torno al 18% anual acumulativo, creciendo progresivamente hasta niveles del 24% en el año 2006. Este extenuante tirón del crédito financiaba

²² Es por lo mismo evidente que, en ausencia de elevaciones de precios (excluidas en un modelo IS-LM), el ritmo de crecimiento del crédito doméstico debería estar relacionado directamente con el ritmo de expansión del crédito bancario, y este a su vez con el ritmo de acumulación del capital productivo y, finalmente, con la tasa de expansión del PIB. Como también sería razonable que tras el ajuste externo, el crecimiento de la actividad económica sería sensiblemente más intenso en el caso de un sistema de cambios flexibles que en la alternativa de cambios fijos, donde la actividad crediticia no sería muy eficaz como política de expansión.

²³ La inversión tiene un rol muy importante en el crecimiento de la economía a largo plazo. Y como ya hemos dicho en apartados anteriores de este trabajo, está muy ligada al crédito, ya que de las diferencias entre inversión y ahorro nacen las necesidades financieras privadas y, por tanto, el apalancamiento privado que es salvado en una parte esencial por el crédito de las entidades financieras.

con holgura las necesidades de una inversión que crecía en torno al 12%, con una tasa de variación máxima del 14% en dicho año. Que el crecimiento del crédito estaba financiando una demanda creciente a tipos insostenibles dan cuenta, precisamente los excesos del crédito sobre las necesidades financieras de la acumulación de capital y reflejan una sobrefinanciación insostenible del consumo privado.

Gráfico 9



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

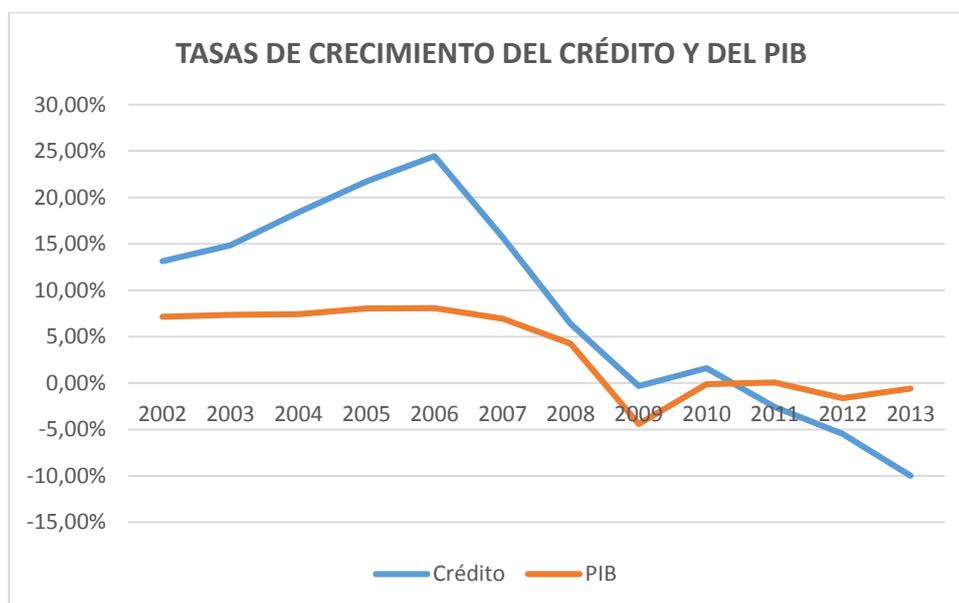
El ciclo expansivo del crédito se debilita a partir del año 2007, y no ha dejado de reducirse a lo largo del período 2007-2013, tomando tasas negativas a partir de 2009, con un ligero repunte en 2010. La gráfica permite suscitar igualmente que el desplome de la inversión es sensiblemente menor que el deterioro del crecimiento del crédito. La explicación necesariamente está en la caída de la inversión pública que acompañó a los descensos de la inversión privada. Contradictoriamente la inversión, especialmente la inversión privada de recupera parcialmente del profundo deterioro habido en 2009, para mantener a partir de dicho año un senda de crecimiento destructiva pero a ritmos sensiblemente menos negativos.

La crisis bancaria, con sus secuelas de descapitalización y morosidad, ha determinado una evolución del crédito crecientemente negativa, que ha alcanzado su tasa de expansión más baja en el año 2013, con un ritmo de -10% anual. La crisis fue ocasionada por los excesos del crédito en la primera mitad de la década de los años 2000, y las dificultades de la recuperación de la

demanda agregada se asocian al deterioro del crédito privado y la crisis bancaria entre 2007 y 2013.

El perfil de las relaciones existentes entre el crédito y el PIB (gráfico 10) para la economía española en el mismo período, permite reflejar de nuevo los argumentos expuestos en el gráfico precedente. Conviene, no obstante, poner de manifiesto que el desequilibrio existente entre el ritmo de expansión del crédito y la tasa de variación del PIB es, si cabe, más significativa. Los diferenciales entre ambas tasas de expansión (crédito menos producción) dan cuenta de la magnitud de la influencia del ciclo expansivo del crédito sobre los desequilibrios financieros que se acumularon entre 2001 y 2007. Unos desequilibrios que implicaron apalancamientos crecientes de las empresas no financieras y de las familias, y que ocasionaron déficits de extraordinaria magnitud en la balanza por cuenta corriente de la economía española.

Gráfico 10



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

El brusco deterioro del mercado de crédito desde 2007 ha provocado una senda de contracción de la actividad productiva muy acusada. Pero más preocupante, si cabe, es la contribución de la crisis bancaria con sus secuelas de morosidad y dotaciones crecientes, y la reestructuración del sector con necesidades acumuladas de capitalización, sobre la senda de decrecimiento del crédito. Una parte sustancial de las dificultades de recuperación de la

demanda agregada y del crecimiento del PIB se asocian, sin duda alguna, a las caídas del ritmo de crecimiento del crédito, y a las dificultades para recuperar ritmos de expansión similares a los de la demanda agregada y la renta del país. En este sentido, cabe apuntar que el crédito y su evolución han sido claves decisivas para explicar el lento proceso de recuperación de la economía española.

El hecho de que hasta la crisis financiera hubiera un elevado crecimiento del crédito se puede considerar hasta cierto punto lógico, ya que se producían en el contexto de una fuerte expansión de la demanda y, a su vez, del PIB. Pero la expansión de la actividad económica no justifica por si sola la intensidad del crecimiento en el crédito al sector privado desde 2003 a 2007. Podemos decir que se originó un “credit boom”, con políticas de apetito por el riesgo excesivas e injustificadas, con políticas de expansión territorial fuera de toda lógica, con prácticas bancarias poco adecuadas, con participaciones en empresas de la promoción y la construcción, con excesos de la financiación de suelos fuera de mercado, cuestiones todas ellas que estuvieron asociadas con una serie de desequilibrios de la economía española y de las propias entidades de crédito, que acabaron pagando duramente sus excesos. Todo ello acabo en un drama financiero con desaparición de más de la mitad de las empresas bancarias del país, el cierre de 20 mil oficinas, y el despido o la jubilación anticipada de más de 50 mil empleados. Se puede observar que a partir de 2009 el crédito pasó a una situación de “credit crunch”, y se ve que esta disminución del crédito es superior a la de la variación del PIB, y que esta diferencia va elevándose progresivamente hasta estabilizarse en 2014..

5. EL CRÉDITO Y EL APALANCAMIENTO BANCARIO: DETERMINANTES DEL BOOM CREDITICIO ESPAÑOL

La crisis financiera internacional fue el detonante de la crisis financiera española, pero la intensidad y profundidad de los desequilibrios del sector financiero español estaban larvados en el desordenado proceso de expansión del crédito que estimuló un exceso de demanda agregada sistemático y una pérdida de competitividad muy señalada respecto a los países europeos. El apetito por el riesgo, la expansión territorial de las actividades bancarias, la

lucha permanente por la ganancia de cuotas de mercado, el encarecimiento del pasivo asociado a la competencia por captar clientela, y la reducción de las exigencias concernientes a la garantía de las operaciones crediticias, son otros tantos determinantes de la expansión crediticia. Una expansión que determinó, pese a la capacidad financiera neta de las entidades bancarias, un apalancamiento activo con la colocación de títulos hipotecarios de elevada y mediana calidad como colaterales de la necesidad de recursos financiero para garantizar la liquidez y la solvencia de las entidades

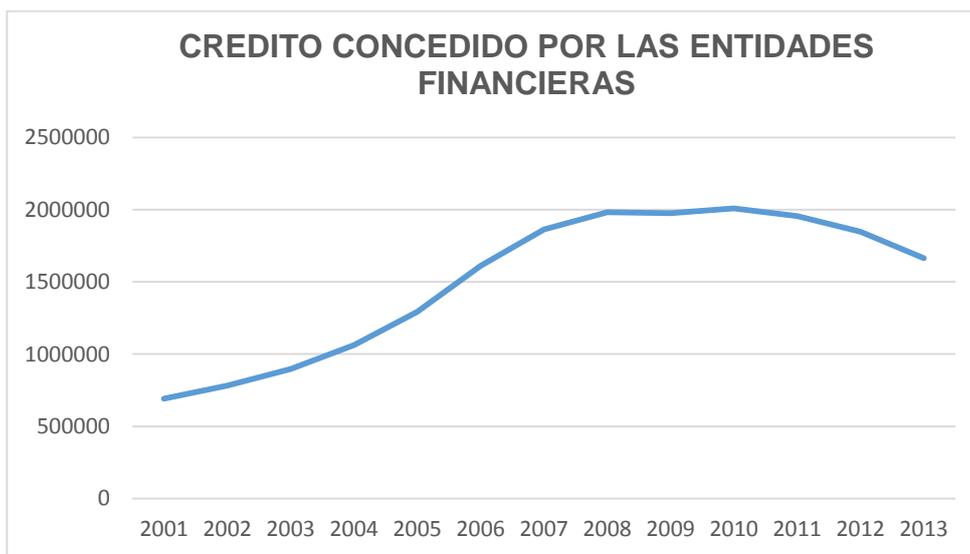
En los trece años estudiados del período 2001-2013 de la economía española, se aprecian con toda precisión las dos fases de un ciclo de crédito. El crédito concedido por las entidades financieras al sector privado no financiero, empresas y hogares, ha estado sometido a fuertes fluctuaciones. La inercia de los compromisos financieros con la actividad productiva determinó que el incremento del crédito creciese paradójicamente hasta bien entrado el año 2008, momento a partir del cual la brusca caída de la demanda de crédito al consumo y a la inversión, junto con una evaluación del riesgo mucho más ajustada por las entidades bancarias, determinó un descenso de la actividad crediticia. Un ciclo recesivo de crédito, apenas alterado por la influencia del Plan E en 2010, que se ha extendido y profundizado a lo largo del período 2011-2014, que sólo ha comenzado a repuntar en la medida en que se ha recuperado la demanda agregada nacional²⁴.

Se puede observar en el gráfico 11 como esa fase de expansión de crédito ha sido duradera en el tiempo, manteniendo una cierta inercia incluso bien entrada la crisis. Es verdad que desde 2007, en que se cierran para el sector los mercados financieros europeos, el crecimiento comienza a amortiguarse, pero también es cierto que se pasó de la ilusión inicial de una crisis de liquidez al resultado final de una crisis de solvencia, que se vio finalmente agravada por

²⁴Cuando se inició la crisis financiera, la economía española se encontraba en el momento en el que se observaba la fase expansiva del ciclo crédito más intenso y prolongado de las últimas décadas. Esta intensa expansión del crédito debe asociarse a los efectos que la libre circulación del capital y la integración de España en la unión Monetaria supusieron sobre el curso temporal del tipo de interés, que se redujo en más de doce punto en el período 1996-2006. El efecto de armonización de los tipos de interés nacionales con los europeos supuso una financiación más fácil y asequible de las empresas y las administraciones públicas, y en un contexto de expansión con déficits públicos limitados, los efectos de la inflación y la pérdida de competitividad de la economía española se asimilaban como un proceso de traslación de desequilibrios limitados al conjunto de los países de la Unión.

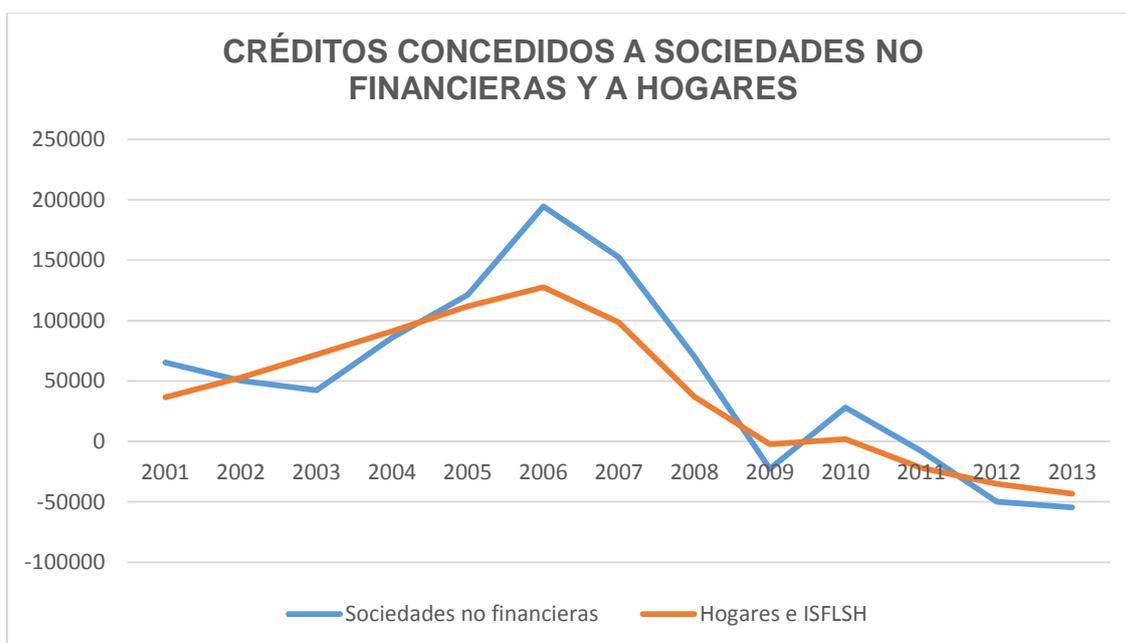
una severa crisis de demanda soberana. El resultado acumulado de tanto desequilibrio terminó por provocar, de la mano de las exigencias de las autoridades monetarias europeas, un rescate bancario por importe cercano a los cincuenta mil millones de euros, y una reestructuración traumática del sector bancario con la desaparición y la absorción de un buen número de entidades.

Gráfico 11



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

Gráfico 12



Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

Ahora bien, la evolución expansiva del crédito siendo generalizada no afectó por igual a los diferentes agentes económicos. Al analizar sectorialmente la serie vemos sensibles diferencias sectoriales (Gráfico 12) entre el crédito a las empresas no financieras y el crédito a las familias e ISFLSH.

Podemos observar que, tanto las empresas como los hogares experimentaron un comportamiento similar y ambos tuvieron un crecimiento continuo. Pero en los momentos antes de la crisis mientras que el crédito a empresas crecía a tasas próximas al 30%, los hogares empezaban a sufrir una pequeña desaceleración. Hay datos que no podemos olvidar para esta explicación, como que el crédito privado llegó a superar el PIB español en algunos meses de 2009 y 2010, disminuyendo a partir de entonces. Igualmente hay que tener en cuenta el endeudamiento crediticio. España, con la excepción irlandesa, es el país en el que el sector privado alcanza mayor nivel de endeudamiento crediticio. Este excesivo endeudamiento del que estamos hablando no se ha financiado solo a través del crecimiento del ahorro nacional encauzado por las instituciones financieras, sino que en buena medida se ha financiado mediante el endeudamiento y la venta de títulos en los mercados mayoristas europeos.

Es muy importante hablar que este impacto del crédito está muy relacionado con la financiación inmobiliaria. Para ponernos en situación, al inicio de este “boom” crediticio, todos los participantes de los mercados financieros tenían la errónea expectativa de que el precio de la vivienda no podían caer, como mucho tendería a estabilizarse, y esto provocó un riesgo sistémico muy grande. Aunque este trabajo trata de explicar el ciclo de crédito en España, es importante aclarar cómo empezaron los problemas en sector inmobiliario.

En el punto de partida del proceso de la burbuja crediticia e inmobiliaria se encuentran las ventas de derivados y estructurados de los productos hipotecarios en los mercados financieros mundiales, como prolongación de unos tipos de interés bajísimos en Estados Unidos. La globalización de los activos derivados de hipotecas tan frágiles hizo que los problemas de liquidez bancaria y riesgo extraordinario se ampliaran al resto del mundo²⁵.

²⁵ Un mundo que venía de asistir al mantenimiento de tipos de interés artificialmente bajos y a políticas financieras especialmente permisivas, junto con excesos de liquidez provocados por la traslación de recursos monetarios desde el sector productivo al sector financiero. La formación de una burbuja inmobiliaria provocada por la facilidad crediticia, más el contagio de expectativas especialmente

Los compradores de viviendas tenían una gran cantidad de incentivos bancarios para poder realizar dicha adquisición. Los ejecutivos bancarios recibían “bonus” si cumplían con objetivos excesivamente ambiciosos y sin grandes precauciones, y como había mucha competencia, realizaban una política enérgica de concesión de créditos. Se relajaron las pautas exigidas para conceder créditos, incluso se llegó a la concesión de créditos sin documentación adecuada o con falta de información relevante (estabilidad del empleo, renta del solicitante, o patrimonio familiar, entre otros). Otro grupo de los trabajadores, que recibían beneficios e incentivos por la venta de estas hipotecas “subprime”, eran los comerciales de hipotecas, quienes cobraban en función del diferencial del tipo de interés que consiguiera vender al solicitante.

Pero dentro de este círculo, ¿En qué lugar quedaban las agencias de tasación? La calidad de un crédito hipotecario depende, entre otros, del ratio préstamo/valor. El Banco de España recomienda que no se supere el 80% de dicho ratio. Es decir, si un cliente iba a un banco y pedía una hipoteca para un inmueble, el banco estaba obligado a pedir a una agencia de tasación la valoración del inmueble. El importe del préstamo no podía superar el 80% del valor de tasación. Ahora bien, si esta operación no se realizaba, los empleados y directivos de los bancos dejaban de ganar incentivos por beneficios obtenidos. Por eso, más del 50% de las tasaciones realizadas lo fueron por empresas de tasación participadas con bancos y cajas, para garantizar que el valor de tasación se adecuara a las necesidades del cliente, y así los bancos no perdieran esos incentivos. Es decir se llevaba una dirección contraria a la estabilidad financiera en el largo plazo.

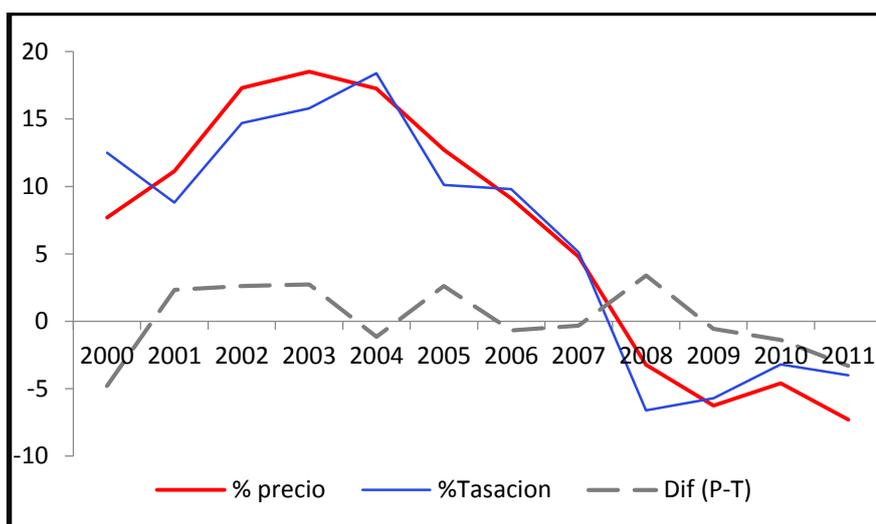
Esta subida de los precios de tasación de las viviendas realimenta con la evolución de los precios hasta el nivel de crear una espiral inflacionista. La subida “artificial” de los precios de las viviendas asociadas a una expansión intensa del crédito, generó una expectativa de elevación que hizo que las tasaciones subieran por encima del índice de precios que presentaba el

optimistas respecto al incremento de los precios de la vivienda en un futuro, impulsaron la demanda de viviendas a través de hipotecas de dudosa fiabilidad. Lo que en un principio tenía como objetivo la compra-venta de viviendas por negocio o por necesidades residenciales, acabó constituyendo un mecanismo perverso de venta globalizada de títulos derivados y estructurados en base a unos títulos hipotecarios de escasa solvencia.

Ministerio de la Vivienda (Gráfico 13). Aumentos tan escandalosos de los precios hacían que los medios de comunicación recogieran la noticia y que nuevos inversores se sintieran atraídos por la rentabilidad que “creían” que iban a obtener con estos activos.

Gráfico 13

TASAS DE CRECIMIENTO DEL PRECIO Y TASACIÓN DE LA VIVIENDA



Fuente: Jiménez-Ridruejo Z. (2014)

Las circunstancias extravagantes de dinero abundante y a bajo interés, financiaron el auge inmobiliario. Pero hubo otras de las razones, no menos importantes, de este auge inmobiliario. Las ventajas fiscales y la inmigración, que hacía que las viviendas usadas fueran vendidas a la población extranjera y se sustituyeran por otras de nueva construcción fueron igualmente factores estimulantes de la demanda de crédito. Hay que tener en cuenta la preferencia de propiedad de viviendas de los españoles. Todo esto hizo que se ofertaran más créditos hipotecarios. El ritmo de crecimiento del importe de los créditos fue hasta 2006 más elevado que el ritmo de crecimiento del número de hipotecas.

6. LA CRISIS FINANCIERA Y EL “CREDIT CRUNCH” DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.

Después de la época de crecimiento del crédito o “boom crediticio”, que se vivió durante las épocas anteriores a la crisis, en ciclo expansivo tanto inmobiliario como del mercado de valores, el ciclo expansivo de demanda y el exceso de

capacidad productiva industrial, se llegó a una época de racionamiento del crédito. El cúmulo de ineficiencias en el sistema bancario relatadas en el epígrafe 4 de este trabajo, consecuencia de las políticas de incentivos que recibían los gerentes de los bancos por la venta de instrumentos crediticios, hacía que vendieran estos créditos sin una gestión adecuada del riesgo y sin apenas regulación y supervisión financiera. Ello implicaba que las entidades financieras aumentaran su riesgo hasta niveles insospechables. Los problemas de morosidad se traducían en dotaciones extraordinarias realizadas con cargo a la cuenta de resultados. La brusca reducción de los beneficios implicaba dificultades extraordinarias de capitalización²⁶.

El “credit crunch” por tanto, es un fenómeno financiero que consiste en la reducción del dinero disponible para prestar o, por otro lado, un incremento del coste para obtener dichos créditos. Durante este período, las entidades de crédito endurecieron las condiciones para prestar dinero, ya sea exigiendo más garantías o condiciones más duras de concesión, como elevando el precio del dinero, etc. En un contexto de preferencia por la liquidez elevadísima, la contracción del crédito supuso una quiebra profunda de los fundamentos del sector financiero. Los impagos, los retrasos, la morosidad, las dificultades para el cobro, la gestión de tesorería de las empresas, la lentitud de las administraciones para hacer efectivas sus deudas, las suspensiones de pago y los concursos de acreedores, las quiebras empresariales, y los profundos efectos del deterioro empresarial sobre el mercado de trabajo, implicaron una crisis real intensa y un descenso de la confianza empresarial y de las familias. Esta contracción y la lucha por el pasivo impide el descenso de los tipos de interés bancarios al compás de la evolución de la reducción de los tipos básicos del Banco Central, lo cual provoca que las entidades bancarias no contribuyan a la expansión de la demanda, al mismo tiempo que sus

²⁶ La imposibilidad de obtener “core capital” se unía a problemas extraordinarios liquidez que acabaron por crear dudas sobre la solvencia de las entidades a partir de 2010. A partir del año 2011 se produce con singular intensidad la crisis de la deuda soberana española, que supone un brusco quebranto de las entidades bancarias con carteras de deuda pública muy significativas. Como consecuencia de estas incertidumbres y del deterioro de la confianza en los clientes promotores, se llegó al racionamiento del crédito, en el sentido de que se controlaba la morosidad y las condiciones de concesión de crédito se endurecieron hasta niveles insostenibles, en los cuales se restringió el acceso a numerosas empresas y particulares.

estrategias seleccionan con mucho cuidado las concesiones de créditos a empresas y particulares. Un estancamiento donde el crédito no estimula la demanda y donde la demanda se ve incapaz de estimular el crédito. Un problema que se convierte en un obstáculo para el crecimiento económico sostenible de la demanda en España.

7. LOS PROBLEMAS DE CAPITALIZACIÓN Y EL DESAPALANCAMIENTO BANCARIO: EFECTOS SOBRE LA OFERTA DE CRÉDITO.

Un resultado inevitable de los desequilibrios de balance provocados por las políticas de riesgo de los bancos en la expansión han sido, tras la crisis, los problemas de capitalización, primero; de saneamiento de los activos, después; y de rescate y reestructuración del tejido societario, finalmente. Los problemas de reestructuración del sector bancario son, a día de hoy, un elemento básico condicionante de la recuperación del crédito y de la solvencia futura de la economía española. Se pone mucha atención en las cajas de ahorros, ya que muchas de ellas han tenido que ser intervenidas, aunque el deterioro de activos y las noticias sobre la reforma del sector afectan a todas las entidades financieras. Esta reestructuración puede ser, junto con el desempleo, uno de los principios determinantes para gestionar la crisis en España²⁷. Si el sector bancario no recupera la confianza y la firmeza que años anteriores tenía, no se podrá aumentar la concesión de los créditos y con ello no se recuperará la inversión. “La estabilidad financiera debe preservarse”

Las sociedades bancarias que están bajo planes de reestructuración se han comprometido a reformar sus balances, a redimensionar su actividad eliminando agencias, a revisar sus protocolos de actuación respecto a la venta de activos inmobiliarios, a establecer criterios bancarios más acordes con las

²⁷ El crédito en España actualmente se encuentra estancado, si bien a partir de finales de 2014 se aprecia una ligera recuperación, y aunque se van recuperando los precios de los activos inmobiliarios, ni las medidas del gobierno ni la reducción de los tipos de interés de los bancos consiguen atenuar esta situación. Para la reactivación del crédito en España hace falta eliminar las incertidumbres de las entidades financieras españolas. Como dice un artículo de El País de 2012, “dado que buena parte de las entidades financieras españolas están inmersas en un proceso de saneamiento, reestructuración y consolidación, podrían pensarse que eso no va a favorecer al crédito a corto plazo. Sin embargo, estos procesos pueden ayudar a la recuperación de la financiación crediticia” Gestionar un “Credit Crunch”. Santiago Carbó. El País. 2012.

“buenas prácticas bancarias” definidas por el Banco de España. Como durante la crisis, a mediados de 2011, se produjeron subidas generalizadas de los costes de financiación y una preocupación por el nivel de capitalización, se llevó a cabo progresivamente el desapalancamiento de la banca. Con esto nos referimos a una parte del ajuste que viene siendo necesario después de una crisis, para excluir la abundancia de la capacidad y reestructurar los balances, que permita poder llegar de nuevo a la existencia de un sector bancario consistente.

El precipitado proceso de desapalancamiento²⁸ que se llevó a cabo mediante enajenaciones de activos y contracciones de crédito, podrían haber sobrecargado los mercados financieros y el conjunto de la economía, pero gracias a las inyecciones de liquidez de los bancos centrales se alcanzó un desapalancamiento más progresivo.²⁹

Por otro lado, si hablamos de la reducción de los activos, los bancos que utilizan este método van dirigidos a un desapalancamiento a medio plazo. Algunos bancos españoles vendieron activos financiados en dólares y desinvertieron algunas de sus actividades en el exterior. Y si nos centramos en las inyecciones de liquidez del banco central, suavizó el ritmo de reducción de los activos. Estas presiones dirigidas al desapalancamiento sobre todo durante el último trimestre de 2011 se asociaron al débil o negativo crecimiento del crédito³⁰. Descenso del crédito que afectó sobre todo a los préstamos de alto riesgo, aunque también redujeron el crédito a mercados emergentes.

28 El desapalancamiento de la banca puede realizarse de diferentes formas, ya sea aumentando el capital, o por aportes de los accionistas o del gobierno, o disminución de activos y pasivos. El proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras provoca restricciones en la licencia de crédito. Aunque la mayoría de los bancos planearon reducir sus déficits reforzando su capital, lo cual se logra mediante la no distribución de beneficios, la conversión de deuda en acciones o la amortización por debajo de la par. Ejemplo de esto es el Santander, que convirtió deuda circulante con un importe de 6830 millones de euros.

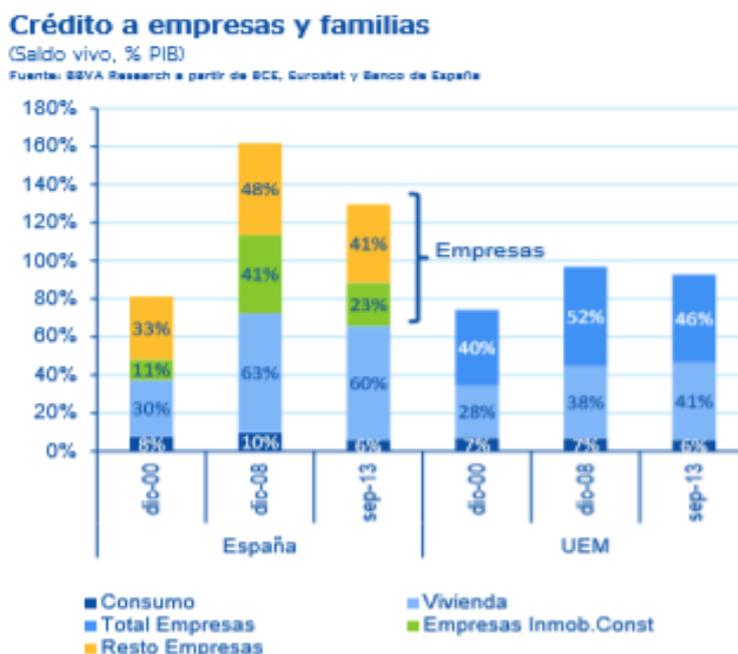
²⁹ “El plan de recapitalización de la banca europea anunciado en octubre de 2011 situó los recelos al desapalancamiento al frente de las preocupaciones sobre los mercados financieros. Dicho plan exigía alcanzar un coeficiente de capital básico de Nivel 1 del 9% de sus activos ponderados por riesgo (RWA) a finales de junio de 2012”. Informe trimestral del BPI, marzo de 2012

³⁰ “El crédito otorgado por las instituciones financieras de la zona del euro se contrajo durante ese periodo, con caídas en torno al 0.5% del crédito al sector privado no bancario de la zona y descensos de casi el 4% de los activos frente a no residentes en la zona. El crédito en circulación a sociedades no financieras de la zona del euro creció algo más de un 1% y el crédito a particulares para la compra de viviendas en torno al 2%, mientras que el crédito al consumo se contraía algo más de un 2%”. Informe trimestral del BPI, marzo de 2012

El desapalancamiento y la reducción de la dependencia de la financiación respecto de los mercados mayoristas internacionales son necesarios ya que en el sector privado hay un excesivo endeudamiento, estando por encima de la UEM. En cualquier caso, los saldos vivos del crédito en la economía española siguen siendo, pese al desapalancamiento de las empresas y los hogares, notablemente superior en términos del PIB respecto al existente en la Unión Monetaria Europea.

El gráfico 14 refleja esa realidad con detalle. Mientras que el porcentaje del crédito destinado al consumo se mantiene en España por unidad de PIB en niveles muy similares a los de la Unión, el crédito a la vivienda y, sobre todo, el crédito empresarial se sitúan en torno a 20 puntos por encima de los países europeos. Esta diferencia se ha reducido sensiblemente en 2013 respecto a la existente en 2008, y pone de manifiesto que el desapalancamiento de familias y empresas se ha venido produciendo en el período de recesión, aunque a todas luces dista mucho de haber terminado. Esta afirmación nos sitúa en el contexto de la próxima cuestión: ¿ha finalizado la crisis bancaria? ¿podemos hablar definitivamente de una recuperación normalizada del crédito bancario?.

Gráfico 14



Fuente: BBVA

8. ¿HA FINALIZADO LA CRISIS BANCARIA?

La última pregunta que se trata de contestar en este trabajo tiene una difícil respuesta. Porque, si bien es cierto que la economía en general muestra signos evidentes de recuperación y el crédito comienza a recuperarse, hay evidencia de que los problemas de activos “lesionados” y la disponibilidad en el balance bancario de un exceso de viviendas y terrenos con baja valoración y difícil venta, siguen lastrando la capacidad crediticia y limitan la posible recuperación de los niveles de actividad y la confianza de los mercados financieros.

Si nos centramos en las secuelas de la crisis bancaria podemos observar, como un efecto inevitable de la misma, que las entidades bancarias han modificado sus pautas de actuación, aumentando los obstáculos y exigencias a la hora de conceder créditos, acrecentando la seguridad y las garantías para así minimizar el riesgo de sus activos, y no dejándose llevar por los incentivos y el deseo de ganar cuotas de mercado o por una expansión territorial poco meditada. Pero, ¿estos argumentos son suficientes para poder decir que ha finalizado la crisis bancaria? El hecho de que ahora se limite tanto la concesión de los créditos a empresas y particulares también dificulta la inversión productiva y, como consecuencia, disminuyen las posibilidades de expansión y la capacidad de la economía para generar empleo.

La desconfianza en la fortaleza de la recuperación económica, la incertidumbre empresarial asociada al comportamiento de la economía en los últimos años, y la magnitud de los ajustes pendientes (incluidos los problemas de reducción de los déficits de las administraciones y las necesidades de endeudamiento público) mantienen la desconfianza en el cambio del ciclo económico. La lenta recuperación de la demanda nacional, especialmente en lo que concierne al consumo privado, y las dificultades del sector bancario para recuperar los niveles de crecimiento de los depósitos, son otros tantos factores determinantes de la falta de confianza del sector financiero³¹.

³¹ Un punto a favor es que se ha aumentado la confianza gracias a que se ha empezado ver síntomas de estabilidad financiera tanto en el sector bancario español como en las perspectivas económicas de España. La reestructuración del sistema financiero español está muy avanzada. Se han reducido el número de cajas de 45 a 11, y 9 se han convertido a bancos por la Nueva Ley de Cajas. Se ha mejorado la calidad de los activos con mayores provisiones, capital suficiente, auditorías más exigentes, y una mayor actividad de los controladores. La limpieza de los balances se ha centrado en los activos inmobiliarios.

Hay que solucionar la situación de las entidades financieras intervenidas, ya que no parece una solución satisfactoria la coexistencia de una banca pública intervenida con una banca privada que exige competencia y transparencia. Hay que gestionar la sobrecapacidad, dejar de lado la fragmentación financiera y optar por la Unión Bancaria. La Unión Bancaria es muy importante, ya que la fragmentación es incompatible con el euro. Una parte sustancial de la incertidumbre financiera en Europa se vincula con los efectos previsibles de la crisis griega. El problema no es tanto la reestructuración de la deuda griega y la asignación de los costes y sacrificios de la misma entre los países acreedores. El problema real es cómo evitar que los déficits presupuestarios griegos sigan incontrolados, y cómo prevenir la posibilidad de un “default” futuro. En la Unión Monetaria Europea los problemas del euro y la confianza en la estabilidad financiera repercuten de una forma determinante en los mercados de valores y en la situación de las entidades bancarias, por más que la mayor parte de la deuda emitida o por emitir acabe en manos de las naciones partícipes en el área monetaria común.

La crisis financiera ha dejado a la vista deficiencias en la regulación financiera, que actualmente está siendo sometida a una revisión. Esta revisión que se realiza bajo las directrices del G-20 y del Consejo de Estabilidad Financiera (con sede en Basilea) quienes buscan reducir la probabilidad de crisis, aumentando la seguridad y solvencia de los bancos, y reduciendo el contagio entre diferentes entidades bancarias y el riesgo sistémico. Como se ha comentado anteriormente, es muy importante la Unión Bancaria, que apenas ha comenzado por establecer en el seno del Banco Central la competencia de control e intervención de una parte de la banca europea. La crisis nos llevó a un círculo vicioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano, que exige la necesidad de una regulación bancaria armonizada. La reducción de la incertidumbre y la estabilidad del sector bancario español ya no estriba sólo en la disciplina y capacidad de ajuste de las entidades, pasa simultáneamente por la resolución de los problemas institucionales y de gobernanza de la Europa del euro.

Pero para terminar la reestructuración financiera española, no hace falta nuevos planes, sino terminar los que se tienen.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alejo González, E. (2008). *Regulación, política monetaria y crisis financiera en los EEUU*. Boletín económico del ICE

Banco de España.(2013) *Boletín Económico*. Octubre

Banco de España. *Revista de Estabilidad Financiera* número 26.

Carbó, S. (2009) *Sector Bancario, crisis y crédito en España*. Universidad de Granada.

Drehmann M. y Kostos T. (2014) *La brecha crédito /PIB y los colchones de capital anticíclicos*. Informe trimestral del BPI.

Escrivá, J.L. (2009) *Panorama económico y financiero global*. Servicio de estudios económicos de BBVA.

Fernández de Lis, S, y Rubio, A. (2013) *Tendencias a medio plazo en la Banca Española*. (2013) Banco de España.

Furceri D. y Mourougane A. (2009) “*Financial Crises: Past lessons and policy implications*” *OECD Ec.Dep. Staff Pap.*.

García Montalvo. (2009) “Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera. Lecciones a partir de la recesión de 2008-09”, *Papeles de Economía Española*, 122.

Informe anual 2013: Evolución económica y financiera de la economía española. Banco de España

Informe trimestral del BPI (2012) 2012

Jiménez-Ridruejo Ayuso, Z. (2014) “*La crisis del sector financiero español y sus repercusiones*”. *En Riesgo B. y García N. ¿Qué Ha Pasado Con La Economía Española?: La Gran Recesión 2008-2013*. Ed. Pirámide.

Krugman P. y Wells, R. (2013) *Introducción a la economía. Macroeconomía*. Ed. Prentice Hall.

La Evolución Financiera en España.(2012) Informe Anual. Banco de España 155.

Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones. Informe 2012 y perspectivas 2013. INVERCO

Laborda, Á. (2013) *La función de ahorro en la economía española. Evolución y perspectivas del consumo y el ahorro familiar*. Funcas.

Perspectivas del sistema financiero. (2011). “*La crisis de la deuda soberana*”. Fundación de las cajas de ahorro. Nº 105.

Perspectivas del sistema financiero. (2011). “*Agencias de calificación crediticia*.” Fundación de las cajas de ahorro.Nº 103.

Peydró, J.L.(2013) *Credit cycles and systemic risk*. Editorial Board. Universidad Pompeu Fabra.

Rubio, A. (2014) *El final del rescate bancario*. Banco de España.

ANEXO 1: ECONOMÍA CERRADA

Partiendo de un modelo:

$$y = c + i + g$$

Y siendo:

$$c = \bar{c}_0 + c_y(1 - t_y)y + c_y\bar{tr}_0$$

$$i = \bar{i}_0 + i_y y - i_r r$$

$$g = \bar{g}_0$$

Entonces:

$$y = \bar{c}_0 + c_y(1 - t_y)y + c_y\bar{tr}_0 + \bar{i}_0 + i_y y - i_r r + \bar{g}_0$$

Donde:

$$\bar{da}_0 = \bar{g}_0 + c_y\bar{tr}_0 + \bar{i}_0 + \bar{c}_0$$

$$y = \bar{da}_0 + c_y(1 - t_y)y + i_y y - i_r r$$

$$y(1 - c_y(1 - t_y) - i_y) = \bar{da}_0 - i_r r$$

Y siendo:

$$\alpha = \frac{1}{(1 - c_y(1 - t_y) - i_y)}$$

$$IS \rightarrow y = \alpha (\bar{da}_0 - i_r r)$$

$$LM \rightarrow r = \frac{1}{l_r} (l_y y - \frac{\bar{M}_0}{\bar{P}})$$

Ahora obtenemos los valores de equilibrio:

$$y_{eq} = \frac{\alpha}{\gamma} \bar{da}_0 + \frac{\alpha}{\gamma} \frac{i_r \bar{M}_0}{l_r \bar{P}}$$

$$r_{eq} = \frac{\alpha l_y}{\gamma l_r} \bar{da}_0 - \frac{1}{\gamma l_r} \frac{\bar{M}_0}{\bar{P}}$$

Siendo:

$$\alpha = \frac{1}{(1 - c_y(1 - t_y) - i_y)}$$

Y

$$\gamma = (1 + \frac{\alpha i_r l_y}{l_r})$$

Si diferenciamos totalmente:

$$dy = \frac{\alpha}{\gamma} d(\overline{da_0}) + \frac{\alpha}{\gamma} \frac{i_r}{l_r} d\left(\frac{\overline{M_0}}{\overline{P}}\right)$$

$$dr = \frac{\alpha l_y}{\gamma l_r} d(\overline{da_0}) - \frac{1}{\gamma l_r} d\left(\frac{\overline{M_0}}{\overline{P}}\right)$$

Cuando:

$$d(\overline{da_0}) = 0$$

Y

$$d\left(\frac{\overline{M_0}}{\overline{P}}\right) = d(\overline{cd_0})$$

$$dy = \frac{\alpha}{\gamma} \frac{i_r}{l_r} d(\overline{cd_0})$$

$$dr = -\frac{1}{\gamma l_r} d(\overline{cd_0})$$

$d(cd) \rightarrow di \rightarrow dy$

$$\begin{aligned} di &= d\bar{i}_0 - i_r dr + i_y dy = -i_r \left(-\frac{1}{\gamma l_r}\right) d(\overline{cd_0}) + i_y \frac{\alpha}{\gamma} \frac{i_r}{l_r} d(\overline{cd_0}) \\ &= d(\overline{cd_0}) \left[\frac{i_r}{\gamma l_r} + i_y \frac{\alpha i_r}{\gamma l_r} \right] = \frac{i_r + i_y \alpha i_r}{\gamma l_r} \end{aligned}$$

ANEXO 2 : ECONOMÍA ABIERTA

Teniendo el modelo:

$$y = c + i + g + (x - ex^*)$$

Donde:

$$c = \bar{c}_0 + c_y(1 - t_y)y + c_y \bar{t}r_0 + c_e e$$

$$i = \bar{i}_0 + i_y y - i_r r - i_e e$$

$$g = \bar{g}_0$$

$$x = \bar{x}_0 + x_{y^*} y^* + x_e e$$

$$ex^* = \overline{ex^*} + x_{y^*} y - x_{e^*} e$$

Entonces:

$$\begin{aligned} y &= \bar{c}_0 + c_y(1 - t_y)y + c_y \bar{t}r_0 + c_e e + \bar{i}_0 + i_y y - i_r r - i_e e + \bar{g}_0 + \bar{x}_0 + x_{y^*} y \\ &\quad * + x_e e - (\overline{ex^*} + x_{y^*} y - x_{e^*} e) \end{aligned}$$

$$IS \rightarrow y = \alpha^* [\bar{a}_0 + \bar{b}_0 - i_r r + x_{y^*} y^* + (ae + be)e] \quad (1)$$

Siendo:

$$\alpha^* = \frac{1}{1 - c_y(1 - t_y) - i_y + x_{y^*}}$$

$$LM \rightarrow r = \frac{1}{l_r} [l_y y - (\bar{cd}_0 + re)] \quad (2)$$

$$bp = \bar{b}_0 + x_{y^*} y^* - x_{y^*} y + b_e e + k_{r-r^*} r - k_{r-r^*} r^* = 0$$

Para hallar (y,r) de equilibrio resolvemos (1) y (2):

$$y = \alpha^* [\bar{a}_0 + \bar{b}_0 - \frac{i_r}{l_r} [l_y y - (\bar{cd}_0 + re)] + x_{y^*} y^* + (ae + be)e]$$

$$yeq = \frac{\alpha^*}{\gamma^*} [\bar{a}_0 + \bar{b}_0 - \frac{i_r}{l_r} [\bar{cd}_0 + re] + x_{y^*} y^* + (ae + be)e]$$

Donde:

$$\gamma^* = \frac{1}{1 + \alpha^* i_r l_y / l_r}$$

Para hallar r de equilibrio sustituimos (2) en (1)

$$r = \frac{1}{l_r} \{l_y \alpha^* [\bar{a}_0 + \bar{b}_0 - i_r r + x_{y^*} y^* + (ae + be)e] - (\bar{cd}_0 + re)\}$$

$$req = \frac{1}{l_r \gamma^*} \{l_y \alpha^* [\bar{a}_0 + \bar{b}_0 + x_{y^*} y^* + (ae + be)e] - (\bar{cd}_0 + re)\}$$

A partir de aquí diferenciamos totalmente:

$$dy = \frac{\alpha^*}{\gamma^*} [d\bar{a}_0 + d\bar{b}_0 - \frac{i_r}{l_r} [d\bar{cd}_0 + re] + x_{y^*} dy^* + (ae + be)de]$$

Siendo: $d(\cdot) = d(\cdot)/dt$

$$dr = \frac{l_y \alpha^*}{l_r \gamma^*} [d\bar{a}_0 + d\bar{b}_0] + \frac{l_y \alpha^* x_{y^*}}{l_r \gamma^*} [dy^*] + \frac{l_y \alpha^* (ae + be)}{l_r \gamma^*} de - \frac{1}{l_r \gamma^*} d(\bar{cd}_0) - \frac{1}{l_r \gamma^*} d(re)$$

A partir de aquí se obtienen los multiplicadores sobre la renta y sobre el tipo de interés de las variaciones de las variables endógenas e instrumentales.

Si hacemos política presupuestaria de gasto y todo lo demás permanece constante:

$$dy = \frac{\alpha^*}{\gamma^*} [d\bar{a}_0]$$

$$dr = \frac{l_y \alpha^*}{l_r \gamma^*} [d\bar{a}_0]$$

Si hacemos política monetaria y mantenemos el resto constante:

$$dy = \frac{\alpha^* i_r}{\gamma^* l_r} [d(\bar{c}d_0)]$$

$$dr = -\frac{1}{l_r \gamma^*} d(\bar{c}d_0)$$

Si cambia la renta externa y todo lo demás permanece constante:

$$dy = \frac{\alpha^* x_{y^*}}{\gamma^* l_r} dy^*$$

$$dr = \frac{l_y \alpha^* x_{y^*}}{l_r \gamma^*} [dy^*]$$

Si hacemos política comercial y todo lo demás es constante:

$$dy = \frac{\alpha^*}{\gamma^*} d\bar{b}_0$$

$$dr = \frac{l_y \alpha^*}{l_r \gamma^*} [d\bar{b}_0]$$

Si hacemos política cambiaria

$$dy = \frac{\alpha^*}{\gamma^*} [(ae + be)de]$$

$$dr = \frac{l_y \alpha^* (ae + be)}{l_r \gamma^*} de$$

Finalmente, los efectos de las políticas presupuestarias y monetarias sobre la balanza de pagos del país serían:

$$dbp = d\bar{b}_0 + x_{y^*} dy^* - x^*_{y^*} dy + b_e e + k_{r-r^*} dr - k_{r-r^*} dr^*$$

- Política presupuestaria

$$dbp = -x^*_{y^*} \frac{\alpha^*}{\gamma^*} d(\bar{a}_0) + k_{r-r^*} \frac{\alpha^* l_y}{\gamma^* l_r} d(\bar{a}_0)$$

$$d(bp)/d(\bar{a}_0) = \frac{\alpha^*}{\gamma^*} [K_{r-r^*} \frac{l_y}{l_r} - x^*_{y^*}]$$

Cuyo signo depende del signo del paréntesis

Si $|l_y / l_r| > |x^*_{y^*} / k_{r-r^*}|$; es decir, si la pendiente de la LM es mayor que la pendiente de la $bp=0$, entonces $dbp > 0$, lo que ocurre cuando k_{r-r^*} es elevado.

- Política monetaria

$$\begin{aligned} dbp &= -x^*_{y^*} \frac{\alpha^* i_r}{\gamma^* l_r} d(\bar{c}d_0) + k_{r-r^*} \frac{-1}{l_r \gamma^*} d(\bar{c}d_0) \\ &= \left[-x^*_{y^*} \frac{\alpha^* i_r}{\gamma^* l_r} - \frac{k_{r-r^*}}{l_r \gamma^*} \right] d(\bar{c}d_0) \end{aligned}$$

Por tanto, $d(bp) / d(cdo) > 0$ siempre y para cualquier valor de k_{r-r^*} .

TABLAS

Sociedades no financieras	62116	70236	76743	79739	74199	66084	57073	81426
Instituciones Financieras	13616	13762	13986	12707	12501	14871	21898	30215
Hogares e ISFLSH	50150	54455	61401	61945	67043	70825	68684	93307
TOTAL AHORRO PRIVADO	125882	138453	152130	154391	153743	151780	147655	204948

Tabla 1

Tabla 2

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sociedades no financieras	99578	105495	114380	126466	144437	161284	179586	177243
Instituciones Financieras	3451	2499	3600	4503	4114	6670	3354	9935
Hogares e ISFLSH	51373	57777	66751	76408	86137	96549	102481	92988
TOTAL FBCF	154402	165771	184731	207377	234688	264503	285421	280166

Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

Tabla 3

NECESIDADES FINANCIERAS EN ESPAÑA								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Instituciones No Financ.	-32569	-28560	-29216	-37457	-64862	-90137	-116224	-81880
Instituciones Financieras	7989	8470	8204	5444	7767	6189	19988	18166
Hogares e ISFLSH	5243	4145	-265	-5714	-11206	-18176	-28448	6361
TOTAL	-19337	-15945	-21277	-37727	-68301	-102124	-124684	-57353

Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España

Tabla 4

CRÉDITO CONCEDIDO POR LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS						
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
691029	781770	897897	1062955	1293947	1610481	1863764
2008	2009	2010	2011	2012	2013	
1982830	1976729	2008566	1956305	1848828	1664365	

Elaboración propia. Fuente INE y Banco de España