



**GRADO EN ECONOMÍA**

**CURSO ACADÉMICO 2019-2020**

**TRABAJO FIN DE GRADO**

**España en la Unión Monetaria Europea (1999-2018).  
Análisis macroeconómico y prima de riesgo soberana**

**Spain in the European Monetary Union (1999-2018).  
Macroeconomic analysis and sovereign risk premium**

AUTOR

Jesús Galavís González

DIRECTOR

Esteban Fernández González

FECHA

Julio 2020

## Índice

RESUMEN.....	4
ABSTRACT .....	5
1. INTRODUCCIÓN .....	6
2. ESPAÑA ANTES DE LA ENTRADA EN LA EUROZONA .....	7
3. PERIODO DE CRECIMIENTO Y CONSTRUCCIÓN DE DESEQUILIBRIOS (1999 – 2007) ..	8
4. PERIODO DE RECESIÓN Y AJUSTE (2008 – 2013) .....	15
5. PERIODO DE RECUPERACIÓN (2014-2018) .....	21
6. EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO SOBERANA .....	26
7. CONCLUSIÓN.....	35
BIBLIOGRAFÍA.....	37

# Índice de Cuadros, Tablas y Gráficos

## 2. ESPAÑA ANTES DE LA ENTRADA EN LA EUROZONA

Cuadro 2.1 - Criterios de convergencia de Maastricht.....	7
---	---

## 3. PERIODO DE CRECIMIENTO Y CONSTRUCCIÓN DE DESEQUILIBRIOS (1999 – 2007)

Gráfico 3.1 - Crecimiento anualizado del PIB Per Cápita (1999-2007) .....	8
Tabla 3.1 – Variación anualizada de las fuentes de crecimiento del PIB (1999 - 2007) .....	9
Tabla 3.2 – Variación de las fuentes del crecimiento del PIB per Cápita (1999 - 2007) .....	10
Gráfico 3.2 - Balanza por cuenta corriente (% PIB) (2000 - 2007) .....	11
Tabla 3.3 - Variación anual del valor añadido bruto y sus principales componentes (1999 - 2007) .....	11
Gráfico 3.3 - Crédito total al sector privado (% PIB) (2001 - 2007) .....	12
Gráfico 3.4 - Índice armonizado de precios al consumo (1999 - 2007) .....	13
Gráfico 3.5 - Tipo de cambio real efectivo (1999 - 2007) .....	14
Gráfico 3.6 - Deuda y déficit públicos (1999 - 2007) .....	14
Gráfico 3.7 - Deuda Privada (% PIB) (1999 - 2007) .....	15

## 4. PERIODO DE RECESIÓN Y AJUSTE (2008 – 2013)

Gráfico 4.1 – Variación anualizada del PIB Per Cápita (2008-2013) .....	16
Tabla 4.1 - Variación anualizada de las fuentes de crecimiento del PIB (2008 - 2013) .....	16
Tabla 4.2 - Variación de las fuentes del crecimiento del PIB per Cápita (2008 - 2013) .....	17
Tabla 4.3 - Variación anual del valor añadido bruto y sus principales componentes (2008 - 2013) .....	17
Tabla 4.4 - Variación del número de ocupados por sectores (2008 T1 - 2014 T1) .....	18
Gráfico 4.2 - Balanza cuenta corriente (% PIB) (2007 - 2013) .....	18
Gráfico 4.3 - Deuda privada (%PIB) (2007 - 2013) .....	19
Gráfico 4.4 - Gasto Público e Ingreso Público (%PIB) (1999 - 2013) .....	19
Gráfico 4.5 - Deuda Pública y Déficit Público (2007 - 2013) .....	20
Gráfico 4.6 - Variación de los Costes laborales unitarios (2008 - 2013) .....	21
Gráfico 4.7 - Tipo de cambio real efectivo (2007 - 2013) .....	21

## 5. PERIODO DE RECUPERACIÓN (2014-2018)

Gráfico 5.1 - Crecimiento anualizado del PIB Per Cápita (2014-2018) .....	22
Tabla 5.1 - Variación anualizada de las fuentes de crecimiento del PIB (2014 - 2018) .....	22
Tabla 5.2 - Variación de las fuentes del crecimiento del PIB per Cápita (2014 – 2018) .....	23
Gráfico 5.2 - Balanza cuenta corriente (% PIB) (2007 - 2013) .....	24
Gráfico 5.3 – Deuda privada en % del PIB (2013 – 2018) .....	24
Tabla 5.3 - Variación anual del valor añadido bruto y sus principales componentes (2014 - 2018) .....	24
Gráfico 5.4 - Deuda y déficit públicos (1999 - 2007) .....	25
Gráfico 5.5 - Variación de los Costes laborales unitarios (2008 - 2013) .....	26
Gráfico 5.6 - Tipo de cambio real efectivo (2013 - 2018) .....	26

## 6. EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO SOBERANA

Gráfico 6.1 - Dispersión de la TIR de los bonos a 10 años en la eurozona <sup>12</sup> y TIR del bono de España...	27
Gráfico 6.2 - Prima de Riesgo soberana en España (1997 - 2018) .....	28
Cuadro 6.1 - Esquema de los flujos de crédito más comunes entre Alemania y España .....	30
Gráfico 6.3 - TIR de España <sup>10Y</sup> y Alemania <sup>10Y</sup> (2003 - 2018) .....	31
Gráfico 6.4 - % de deuda pública en manos de extranjeros en España y Alemania.....	31
Cuadro 6.2 - Variaciones en los Rating de la deuda española (2000 - 2018) .....	32
Cuadro 6.3 - Bucle diabólico entre banca y Estado .....	33
Gráfico 6.5 – Principales actuaciones del BCE (2007 – 2014) .....	34

## RESUMEN

Desde comienzos de 1999 hasta finales de 2018, la economía española atravesó tres fases diferenciadas en lo que a crecimiento económico se refiere. El periodo que comprende desde la entrada en vigor del euro hasta mediados de 2008 se caracterizó por la presencia de altas tasas de crecimiento del PIB, mayores a las del resto de la eurozona. A esta expansión la siguió un ciclo recesivo en la etapa posterior, que comprende desde mediados de 2008 hasta finales de 2013, más profundo y duradero que el del resto de la Unión Monetaria. A partir del 2014, la economía comienza una nueva fase de expansión que finaliza en 2020, creciendo de nuevo a tasas muy superiores a las del resto de la eurozona. Al mismo tiempo, la trayectoria del spread de deuda soberana en España sigue la misma tendencia diferenciada en los mismos periodos, produciéndose una trayectoria convergente entre la TIR del bono español a 10 años y la TIR del bono alemán a 10 años en el primer periodo, y una posterior divergencia y ensanchamiento del spread en el periodo siguiente para finalmente comenzar a partir de mediados de 2012 un período caracterizado por un spread estable y tipos de interés históricamente bajos. En el presente trabajo, se analizará la evolución de los fundamentales macroeconómicos de España en las tres etapas, evidenciando que el periodo de expansión que se dio en la primera generó una serie de desequilibrios que acabarían explotando en la etapa posterior, donde la recesión tuvo un impacto más fuerte y duradero que en el resto de la eurozona hasta 2014, año en el que comienza un nuevo periodo de expansión apoyado en unos cimientos mucho más sólidos que el primero. Por otra parte, el análisis de la prima de riesgo diferenciará la primera etapa como aquella donde se produce una disminución de la aversión al riesgo global y la creencia compartida de que, compartiendo moneda, los países de la Unión convergerían en términos reales, lo cual dio lugar a una reducción del spread de deuda española. Sin embargo, cuando los desequilibrios generados, especialmente en el sector bancario, se hicieron patentes, se produjo un periodo de ensanchamiento del spread, que concluiría en julio de 2012 con el famoso discurso de Mario Draghi en Londres, a partir del cual se abre una fase en la que la política monetaria no convencional del BCE es el principal impulsor del movimiento de los spreads.

## PALABRAS CLAVE

Economía española, UEM, flujos de capital, deuda, crisis económica, tipos de interés, prima de riesgo soberana.

## **ABSTRACT**

From the beginning of 1999 until the end of 2013, the Spanish economy went through three periods in terms of economic growth. The period from the reception of the euro until mid-2008 was characterized by the presence of high GDP growth rates, higher than those of the rest of the eurozone. This expansion was followed by a recessionary cycle in the subsequent stage, which runs from mid-2008 to the end of 2013. That recession was deeper and more lasting than in the rest of the Monetary Union. Starting in 2014, the economy begins a new phase of expansion that ends in 2020, growing again at rates much higher than the rest of the eurozone. At the same time, the course of the spread of sovereign debt in Spain follows the same differentiated trend in the same periods, producing a convergent path between the IRR of the 10-year Spanish bond and the IRR of the 10-year German bond in the first period, and the divergence and widening of the spread in the subsequent period to finally start from mid-2012 a period characterized by a stable spread and historically low interest rates. In this paper, the evolution of the macroeconomic fundamentals of Spain in the two stages will be analyzed, evidencing that the period of expansion that occurred in the first one generated a series of imbalances that would end up exploding in the later stage where the recession had a stronger and more lasting impact than in the rest of the eurozone until 2014, when a new period of expansion begins, supported by foundations much stronger than the first one. On the other hand, the analysis of the risk premium will differentiate the first stage as the one where there was a decrease in global risk aversion and the shared belief that, by sharing currency, the countries of the Union would converge in real terms, which resulted in a reduction in the Spanish debt spread. However, when the imbalances generated, especially in the banking sector, became apparent, there was a period where the spread was widened, which would end in July 2012 with the famous speech by Mario Draghi in London. From that moment on, a phase begins where the unconventional monetary policy of the ECB was the main driver of the spreads movement.

## **KEYWORDS**

Spanish economy, EMU, capital flows, debt, economic crisis, interest rates, Sovereign risk premium.

## 1. INTRODUCCIÓN

Desde la entrada en vigor del Euro, la economía española ha pasado por tres fases diferenciadas, tanto en los fundamentales macroeconómicos como en la percepción del mercado sobre el riesgo de prestar dinero al gobierno del país. El objetivo del presente trabajo es analizar tanto los factores fundamentales macroeconómicos como los factores que dirigieron la prima de riesgo soberana en esos tres periodos. El análisis de los fundamentales será comparativo, tanto con la media de la eurozona<sup>1</sup> como con los países con los que por tamaño y PIB España aspiraba a converger una vez entrase en la Unión, a los que llamamos el núcleo de Europa (Italia, Francia y Alemania). Por último, se estudiará la evolución del spread entre la TIR del bono español a 10 años y la del bono alemán del mismo horizonte temporal, también diferenciando claramente tres periodos.

El segundo punto del trabajo consistirá en una breve descripción de las condiciones iniciales en las que España entraba a la UEM (Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea), desde que solo había un compromiso de unirse a la Unión hasta que el Tratado de Maastricht estableció los requisitos de entrada a la misma. Cómo la economía española adoptó políticas económicas que favorecieron el cumplimiento de dichos requisitos es el punto central de este apartado.

La tercera sección se centra en el primero de los periodos que España atravesó ya dentro de la eurozona (1999-2007). El llamado primer periodo de expansión, donde apoyada por unos bajos tipos de interés, una economía mundial creciendo al 3,8% anual desde 1994 y una incesante llegada de capitales debido a la eliminación del riesgo de cambio y a la reducción percibida del riesgo – país, la economía española alcanzó tasas de crecimiento espectaculares que, sin embargo, estaban basadas en cimientos poco sólidos que no tardarían en romperse una vez las condiciones externas empeoraron. Esta fue una época de convergencia nominal con el resto de la eurozona<sup>12</sup>, así como con el núcleo de Europa donde, no obstante, se crean desequilibrios muy importantes que harían más dura la recesión posterior.

La cuarta parte del trabajo estudia la trayectoria de España en los años posteriores a la expansión (2008 – 2013), donde tuvieron lugar la crisis financiera del 2008 y la crisis de deuda soberana a partir del 2010. En esta etapa se hacen patentes los desequilibrios generados en los años anteriores y se produce un periodo de divergencia con las economías de la eurozona<sup>12</sup> y con el núcleo de Europa (especialmente con Alemania y Francia), al tener la crisis un impacto mucho más profundo y duradero en la economía española.

En el quinto apartado se analizan los años de expansión posteriores a la recuperación (2014-2018). Durante esta fase se produce un crecimiento, al igual que en la primera fase, muy por encima de la media de la eurozona y del núcleo de Europa. Sin embargo, encontramos en esta fase muchas diferencias con respecto a la primera etapa, especialmente en cuanto a los factores que impulsan el crecimiento, notoriamente más estables y potencialmente duraderos que los que impulsaron a la economía en los primeros años del euro.

Por último, se realiza un análisis de la evolución de la prima de riesgo en las tres fases descritas previamente. Analizando parte de la literatura existente, el objetivo es diferenciar las causas que dirigieron la convergencia en el spread soberano de España en la primera etapa para posteriormente analizar las posibles causas que dieron lugar al gran aumento de los spreads a partir de 2008 y en especial a partir de 2010. Por último, se estudian las causas que dieron lugar a los bajos tipos de interés y a la

---

<sup>1</sup> En el presente trabajo, siempre que se haga referencia a la eurozona se estarán considerando los 12 países que la componían a 1 de Enero de 2001. En caso contrario, se especificará.

reducción del spread a partir de julio de 2012, centrándonos en esta fase en las medidas de política monetaria que implementó el Banco Central Europeo.

## 2. ESPAÑA ANTES DE LA ENTRADA EN LA EUROZONA

Los orígenes de la última (antes de la entrada en vigor de la moneda común) etapa de convergencia de España con el núcleo de lo que posteriormente resultaría la eurozona se remontan al final de la crisis que sufrió la economía española en el año 1993 cuando una combinación de factores externos y de políticas internas fuertemente descompensadas dieron lugar a una serie de devaluaciones de la peseta (Malo de Molina, 2005)

Esta experiencia produjo cambios intensos en la política económica y en la forma de actuar de los agentes económicos y sociales. Para entonces, el Tratado de Maastricht, firmado por 12 países en 1992 y ratificado el 1 de noviembre de 1993, ya había fijado unos valores de referencia conocidos como “*los criterios de convergencia de Maastricht*” que los países firmantes debían cumplir para finalmente lograr una unión monetaria efectiva y adoptar el euro como moneda única.

Los criterios de convergencia de Maastricht se centraron en factores de armonización nominal y fiscal que tenían como objetivo lograr estabilidad de precios y disminuir la dispersión de las tasas de inflación al mismo tiempo que se disminuían los excesivos déficits fiscales antes de fijar los tipos de cambio.

**Cuadro 2.1 - Criterios de convergencia de Maastricht**

Inflación	Deuda y déficit públicos
La tasa de inflación del año anterior a la adhesión no debe ser de más de 1,5 pp mayor a la de los tres Estados miembros con mejores resultados en lo que a estabilidad de precios se refiere	El ratio entre déficit público y PIB no deberá ser superior al 3% El ratio entre deuda pública y PIB no deberá ser superior al 60%
Tipo de cambio	Tipos de interés a L/P
Las variaciones del TC deberán estar dentro de los márgenes de fluctuación establecidos por el mecanismo de tipos de cambio del SME al menos durante 2 años	Tipo de interés nominal medio a L/P de no más de 2 pp superior al de los Estados miembros con mejores resultados en lo que a estabilidad de precios se refiere

*Fuente: Elaboración propia a partir de (Blanchard, Amighini, & Giavazzi, Macroeconomía (Quinta Edición), 2012, pág. 581)*

La experiencia previa de la crisis sumada a la necesidad de alcanzar las metas fijadas en Maastricht produjo cambios intensos en las políticas económicas. Se produjo un cambio de estrategia en política monetaria que permitió controlar el comportamiento de la inflación. Esta mayor previsibilidad ancló las expectativas de los diferentes agentes que participaban en la economía y facilitó la contención de las partidas de gasto público más vinculadas a eventos inflacionarios. Mientras tanto, la gradual reducción en los tipos de interés fue disminuyendo progresivamente el coste financiero de la deuda pública. Con todo ello, se pretendía lograr una combinación de instrumentos que permitiesen un crecimiento y un camino hacia la convergencia con el núcleo europeo más equilibrado y estable.

Los efectos de la adopción de dichas políticas y cambios sociales fueron la reducción de la inflación y del déficit público. La moderación de estas dos variables fueron el hilo conductor sobre los que se asentaría el cumplimiento de los criterios de Maastricht ya que, si bien estos hacían referencia a 5 variables, una vez que se cumplieren las dos mencionadas, no iba a resultar complicado cumplir las tres restantes

### 3. PERIODO DE CRECIMIENTO Y CONSTRUCCIÓN DE DESEQUILIBRIOS (1999 – 2007)

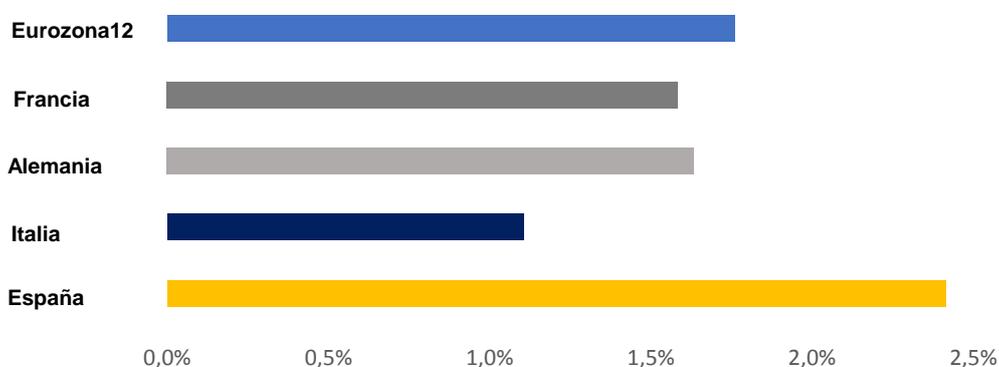
La consecuencia más importante que conlleva la entrada en una unión monetaria es probablemente la forma en la que se manifiestan los desequilibrios entre países dentro de la unión y sus posteriores ajustes (Estrada, Malo de Molina, & Jimeno, 2009)

A comienzo del siglo XXI se esperaba que la UEM produjese estabilidad económica, prosperidad y convergencia. Los responsables políticos asumieron que eliminando la incertidumbre del tipo de cambio y reduciendo los costes de transacción entre países de la Unión, la moneda común incrementaría la movilidad del capital y el comercio, haciendo así posible un aumento del crecimiento y de la convergencia de los niveles de ingresos per cápita entre los países más pobres de la zona, entre los que se encontraba España, y los países más ricos (Franks, Barkbu, Blavy, Oman, & Schoelermann, 2018).

La lógica subyacente de este planteamiento se sostenía en que, al entregar la autonomía monetaria a una autoridad externa como el BCE, sin el recurso de la devaluación de la moneda nacional en futuras crisis que pudieran producirse, los países, especialmente los situados en la periferia de Europa, tendrían por fin incentivos reales para acometer reformas fiscales que incrementasen la productividad en el largo plazo. La actuación de España antes de la entrada en vigor del euro era esperanzadora en este sentido, puesto que se había conseguido cumplir con los objetivos fijados en Maastricht.

La entrada en la UEM llevó efectivamente a la economía española a desarrollar una serie de cambios que promovían la expansión de la economía y la convergencia con otros países de la eurozona. Sin embargo, al contrario de lo que se predecía, estos cambios desencadenaron una serie de desequilibrios que produjeron el posterior ajuste a partir de 2008.

**Gráfico 3.1 - Crecimiento anualizado del PIB Per Cápita (1999-2007)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat*

El PIB per cápita en términos reales durante esta fase creció a una tasa anual del 2,4%. El ritmo de crecimiento superó cada año en más de medio punto porcentual al de la

media de la eurozona, pasando el ingreso real por persona en España de suponer el 77% del de la eurozona a principios de siglo a situarse en el 81% a final de 2007. Además, se creció a por encima de los tres países que conforman el núcleo de Europa, siendo especialmente llamativa la diferencia en el ritmo de crecimiento con respecto a Italia, de más de un punto porcentual anual.

Al crecimiento en el ingreso por persona le acompañó una fase de notable incremento en la población. En estos 9 años la población creció a un ritmo anual del 1,3%, cerca de un punto porcentual por encima de la media de la eurozona y más de un punto por encima de la media del núcleo de Europa, donde únicamente Francia logró aumentos de población mayores al 0,5% anual. Esta expansión demográfica fue resultado especialmente de un masivo influjo de inmigrantes, pero también contribuyó el aumento en la esperanza de vida, la cual se alzaba como una de las mayores entre los países desarrollados (Estrada, Malo de Molina, & Jimeno, 2009)

Estos dos factores explican el espectacular crecimiento del PIB español durante esos 8 años, a una tasa del 3,7% anual, muy por encima de la media de la eurozona y de Francia, Italia y Alemania.

**Tabla 3.1 – Variación anualizada de las fuentes de crecimiento del PIB (1999 - 2007)**

	1999-2007				Eurozona12
	España	Italia	Alemania	Francia	
<b>PIB per cápita</b>	2,4%	1,1%	1,6%	1,6%	1,8%
<b>Población</b>	1,3%	0,3%	0,0%	0,7%	0,5%
<b>PIB</b>	3,7%	1,4%	1,7%	2,3%	2,2%

*Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat*

Es útil, no obstante, profundizar en las causas del incremento tan pronunciado en el nivel de ingreso per cápita, las cuales se pueden dividir en la incidencia de dos factores diferentes.

En primer lugar, la intensidad del factor trabajo. Una mayor intensidad del trabajo se puede lograr mediante incrementos de la tasa de empleo (personas empleadas en relación con las personas en edad de trabajar) o mediante un aumento en las horas trabajadas por trabajador. En España, la tasa de empleo incrementó de forma considerable en este periodo pasando del 58,3% a comienzos de la década a llegar al 69,7% en 2007. El crecimiento de este indicador contrasta con el de los países del núcleo de Europa, en los que el crecimiento fue más moderado, en parte porque partían (excepto Italia) de tasas de empleo mayores.

En cuanto a las horas trabajadas, durante este periodo se produce una disminución en todos los países de la zona euro. En España esta disminución fue del 2,9% pasando de una media de 1754 horas por trabajador en 1999 a 1704 en 2007. La disminución en Francia e Italia fue similar, mientras que en Alemania fue del 3,7%.

El segundo factor que explica el incremento del PIB per cápita es la productividad del trabajo. Para medir la productividad, hemos utilizado tres indicadores que, aunque ligeramente diferentes, marcan una tendencia clara en este periodo con respecto al resto de la Eurozona. El primer indicador utilizado es la productividad real por hora trabajada calculada como PIB real entre el total de horas trabajadas de la economía. El crecimiento de este indicador es de apenas 0,34% anual en el periodo, creciendo así a tasas mucho más bajas que la media de la eurozona, Alemania y Francia y ligeramente menores que Italia. Por su parte, el crecimiento de la productividad por trabajador fue del 0,02% anual, manteniéndose en 2007 en unos niveles similares a los del 2000 y siguiendo la misma tendencia con respecto al resto de la eurozona que la productividad por hora trabajada.

Sin embargo, estos dos indicadores por sí solos no nos indican la eficiencia con la que se utilizan los recursos ya que no tienen en cuenta el uso de otros factores de producción. Es por lo que además incluimos en el análisis la productividad total de los factores. La PTF es definida como “la porción del “output” no explicado por el conjunto de “inputs” utilizados para su producción. Su valor representa como de eficientes son los inputs utilizados en la producción” (Şeker & Saliola, 2018). La productividad total de los factores constituye, por tanto, la parte del crecimiento del producto total que no viene explicada por la evolución de los factores productivos

En esta fase de expansión, la PTF no solo no creció, sino que disminuyó a una tasa anual del -0,71% mientras que en la zona euro aumentó al 0,34%. También aumentó la PTF en Francia y Alemania, mientras que Italia siguió una evolución similar a la de España.

**Tabla 3.2 – Variación de las fuentes del crecimiento del PIB per Cápita (1999 - 2007)**

	1999-2007				Eurozona12
	España	Italia	Alemania	Francia	
<b>Productividad por hora trabajada (% anual)</b>	0,34%	0,41%	1,45%	1,48%	1,15%
<b>Productividad por trabajador (% anual)</b>	0,02%	0,07%	1,06%	1,14%	0,86%
<b>TFP (% anual)</b>	-0,71%	-0,66%	0,45%	0,22%	0,34 % toda la zona euro
<b>Tasa de empleo</b>	1999- 58,3%	1999-56,4%	1999-68,1%	2003-69,2%	1999-64,6% Toda la zona euro
	2007- 69,7%	2007-62,7%	2007-72,9%	2007-69,4%	2007- 69,8% Toda la zona euro
<b>Horas trabajadas por trabajador</b>	1999-1753,8	1999-1870,4	1999-1478,7	1999-1578	
	2007-1703,5	2007-1818,2	2007-1424,4	2007-1537	

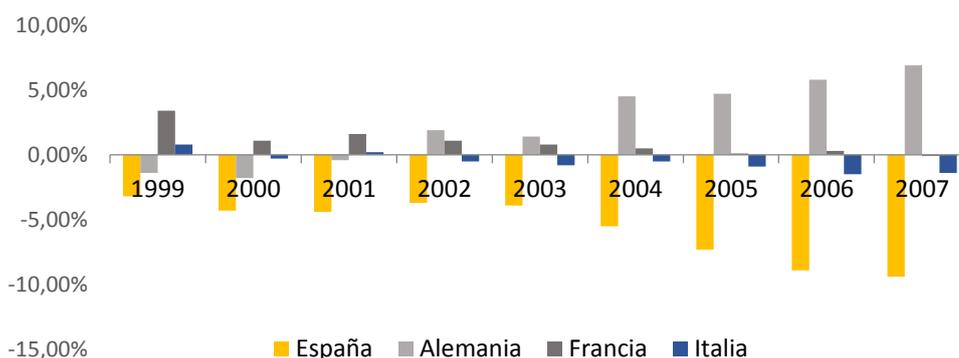
Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat y The Conference Board Total Economy Database

Podemos observar que la convergencia que durante esta etapa la economía española logró con la Eurozona y con el núcleo de Europa en términos de ingreso per cápita no fue a causa de un aumento de la productividad, sino por el crecimiento de la proporción de trabajadores entre las personas en edad de trabajar. La trayectoria de la productividad durante los primeros años de la década es divergente con respecto a la media europea ya que anualmente creció menos (la PTF incluso disminuyó significativamente) partiendo de niveles más bajos. Las implicaciones de este tipo de crecimiento son que los impulsores de este no podrían mantenerse indefinidamente.

Brunnermeier y Reis (2019) señalan que la productividad puede caer cuando el capital fluye a países más pobres durante los periodos expansivos.

Esto es exactamente lo que ocurrió desde la puesta en vigor de la moneda común. La eliminación del riesgo cambiario y la política monetaria expansiva llevada a cabo por el BCE, entre otros factores, impulsaron el movimiento de grandes flujos de capital desde los países más ricos de la Eurozona hasta los países periféricos, donde se encontraban los países más pobres de la Unión y entre los cuales estaba España

**Gráfico 3.2 - Balanza por cuenta corriente (% PIB) (2000 - 2007)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

La balanza por cuenta corriente de España experimentó un fuerte deterioro, alcanzando su mínimo histórico en 2007 cuando se situó en un -9,40% del PIB. Esta trayectoria la siguieron todos los países situados en la periferia europea (Portugal, Grecia, Irlanda y, en menor medida, Italia) mientras que los países del centro y norte de Europa tuvieron trayectorias opuestas alcanzando superávits exteriores en muchos casos significativos como se puede observar siguiendo la trayectoria de Alemania en el gráfico anterior.

Los déficits exteriores crecientes además de indicar la diferencia negativa entre exportaciones e importaciones reflejan el aumento de la diferencia entre el ahorro y la inversión domésticos (público y privado). Trasladado a la economía española, se estaba produciendo un proceso de creación de pasivos con el resto del mundo. Esta situación produjo un fuerte deterioro de la posición de inversión internacional neta de España, es decir, la diferencia entre los activos menos los pasivos de toda la economía con el resto del mundo. Esta comenzó el siglo en un -11,5 % del PIB mientras que para finales del 2007 llegaba al -55%, muy por detrás de Francia e Italia, cuyos pasivos eran mayores que sus activos con el resto del mundo en un 20% del PIB. Alemania, por su parte, pasó de tener a principios de la década una posición de inversión internacional neta negativa (-8,2%) a situarse en 2007 en el 16% del PIB en términos positivos.

Como pone de relieve Blanchard (2007), largas fases deficitarias con el resto del mundo implican ajustes sectoriales en la actividad económica de un país. Durante estas fases, los sectores de bienes no comercializables se expanden y los sectores de bienes comercializables se contraen en términos relativos. La experiencia europea durante el periodo expansivo de principios de siglo describe este ajuste a la perfección, con Alemania y España como los dos exponentes representativos en lo que a desequilibrios exteriores (con signo contrario) se refiere.

**Tabla 3.3 - Variación anual del valor añadido bruto y sus principales componentes (1999 - 2007)**

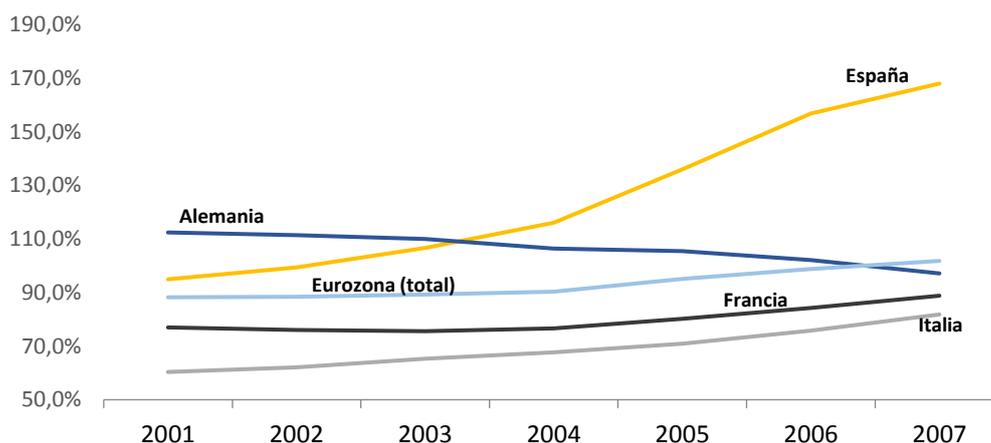
	1999-2007	
	España	Alemania
<b>Valor añadido bruto</b>	3,7%	1,8%
<b>Industria Manufacturera</b>	1,9%	3,1%
<b>Construcción y actividades Inmobiliarias</b>	10,8%	-3,1%
<b>Servicios financieros y de seguros</b>	8,7%	-4,4%
<b>Información y Comunicación</b>	5,5%	5,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de OECD Stats

En España, la tasa anual de crecimiento de las actividades manufactureras fue de un 1,9%, considerablemente menor al aumento anual del 3,7% del valor añadido bruto, lo que implica un descenso de la aportación de la industria manufacturera a la producción total, pasando de concentrar un 16,5% de toda la producción en el año 1999 a un 14,4% en 2007. Por el contrario, en Alemania el crecimiento anual de estas actividades fue del doble del valor añadido bruto durante el mismo periodo. Otro sector de alto valor añadido en el que se producen bienes altamente comercializables es el de los servicios de información y telecomunicaciones. En concreto, el aumento anual de la producción en este sector que durante esta década estaba experimentando su propio período de auge fue superior al crecimiento de la producción en 1,9 puntos porcentuales, aumentando su contribución al VAB desde un 2,7% a un 3%. Sin embargo, si lo comparamos con Alemania, vemos que el crecimiento de este sector en términos relativos fue muy reducido ya que en Alemania creció a tasas 3 veces mayores al VAB. Por otra parte, los sectores más significativos de bienes no comercializables, los servicios financieros y la construcción, crecieron a tasas anuales espectaculares en España, mientras que en Alemania no solo no lo hicieron, sino que disminuyeron en torno al 7% anual de forma conjunta.

La fuerte expansión del sector financiero tanto en términos absolutos como comparativos con el resto de la eurozona y el núcleo de Europa se puede apreciar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 3.3 - Crédito total al sector privado (% PIB) (2001 - 2007)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de The World Bank Data*

El crédito doméstico a las empresas y a los hogares pasó del 94% del PIB en 2001 a situarse en un 170% a finales del 2008. En términos relativos, la diferencia fue cada vez mayor tanto con la totalidad de la eurozona como con el núcleo.

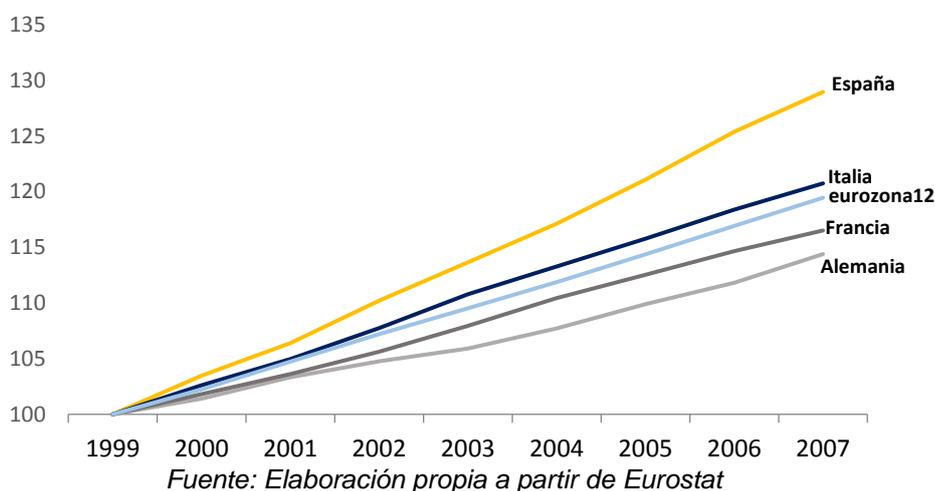
La baja inflación a comienzos de la década indujo a el BCE a llevar a cabo una política monetaria expansiva mediante bajos tipos de interés nominales. Las empresas y familias en España, un país donde históricamente la inflación y los tipos de interés nominales altos habían sido recurrentes, se vieron capacitadas para endeudarse a tipos de interés atractivos y, lo que es más importante, para anticipar una persistencia a medio plazo de esos tipos de interés reducidos (Fernández-Villaverde & Ohanian, 2009).

En este escenario, no es de extrañar que la inversión y la construcción de viviendas vivieran un periodo de auge dentro del periodo de expansión de la economía. La disponibilidad de crédito a bajos tipos de interés y el aumento en la tasa de empleo, debido principalmente a la mayor tasa de participación de trabajadores, fueron los factores que impulsaron la escalada en los precios de las viviendas. La relajación tanto de los tipos de interés como de las condiciones iniciales de los préstamos hipotecarios

permitieron acceder a este tipo de préstamos a grupos sociales previamente excluidos, además de aumentar las compras de segunda vivienda. Esto incrementó la actividad en el sector de la construcción y se tradujo en un aumento de la demanda de trabajo que, dado las condiciones del sector, sería en su mayor parte poco cualificado.

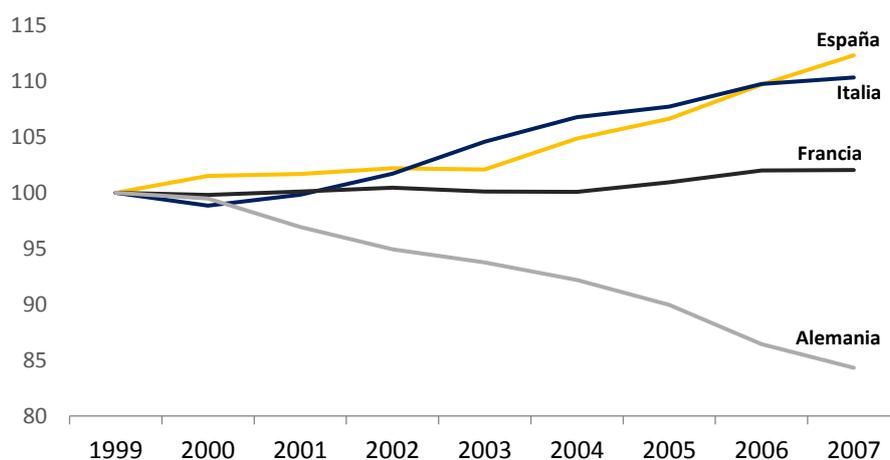
Como se puede observar, el crecimiento en este periodo estaba soportado por cimientos muy frágiles que no tardarían en romperse. El aumento de la demanda interna fue solo parcialmente abastecido por la expansión de la producción, la cual se produjo por un incremento en los niveles de la tasa de empleo y no por aumentos en la productividad, produciéndose a la vez una convergencia nominal con los países más desarrollados de la eurozona en términos de ingreso, pero fallando en conseguir aumentos de productividad que acercasen en términos reales a esos mismos países. Sin una convergencia en términos de productividad, la economía española aún podría ser competitiva si los diferenciales de inflación se mantenían más bajos que los de sus socios comerciales. Sin embargo, a pesar de que los niveles de inflación fueron menores a los de la década de 1990, en términos relativos siguieron siendo mayores a los de los países de la zona euro.

**Gráfico 3.4 – Índice armonizado de precios al consumo (1999 - 2007)**



En la gráfica se puede observar claramente como los precios aumentaron en proporciones mayores en España que en la media de la eurozona12. Concretamente, la tasa de crecimiento anual media de la inflación en este periodo se situó en el 3,2% mientras que para la Eurozona fue del 2,2%. Por otra parte, las diferencias con los países del núcleo de Europa fueron más pronunciadas aún, ya que en Francia y Alemania las tasas de inflación fueron menores que las de la media europea, en 0,3 y 0,5 puntos porcentuales respectivamente, mientras que Italia, a pesar de situarse en términos anuales por encima de la media de la Eurozona en 0,2 puntos porcentuales, se encontraba lejos de las tasas alcanzadas por España. Este continuo diferencial positivo con respecto a sus principales competidores se dio principalmente por una divergencia en la evolución de los componentes de la inflación doméstica. Por una parte, los costes laborales unitarios, que crecieron al 3% anual durante el periodo mientras que en la eurozona lo hicieron al 1,8% y por otra, los márgenes empresariales, que crecieron al 0,8% anual mientras que en la eurozona lo hicieron al 0,3%. Esta falta de adaptación al resto de la Unión Monetaria en la formación de los márgenes y en el comportamiento salarial dañaría profundamente la competitividad de la economía, como podemos comprobar si observamos la evolución del tipo de cambio real efectivo, que mide la competitividad relativa de cada país con respecto a sus principales competidores en la zona euro

**Gráfico 3.5 - Tipo de cambio real efectivo (1999 - 2007)**

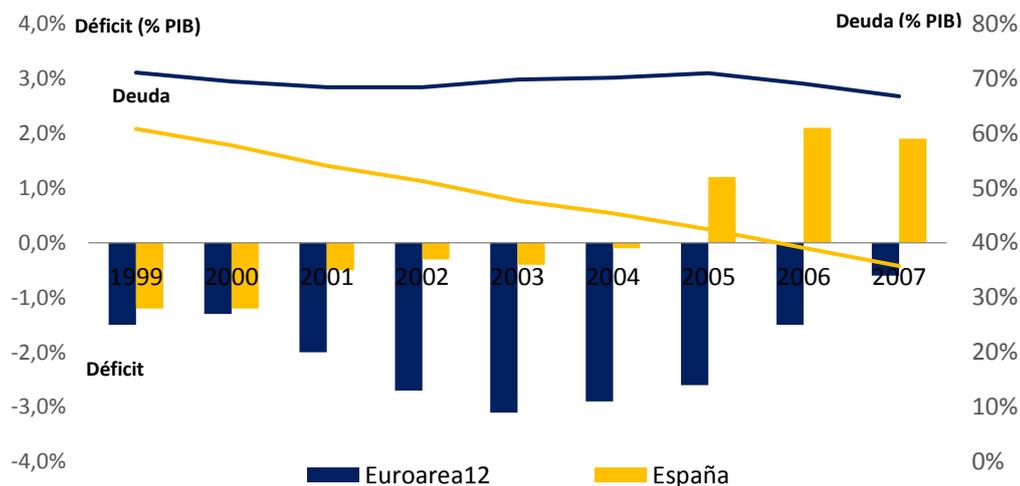


Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

Cuando una economía crece por encima de la media en una unión monetaria y se dan diferenciales de inflación positivos haciendo que el tipo de cambio efectivo se aprecie y se produzcan desequilibrios en la balanza de pagos, estos deberán ser restaurados utilizando mecanismos fiscales que controlen el crecimiento de la demanda y reformen el mecanismo de formación de precios y salarios de la economía para controlar la apreciación del tipo de cambio efectivo (Blanchard, 2001).

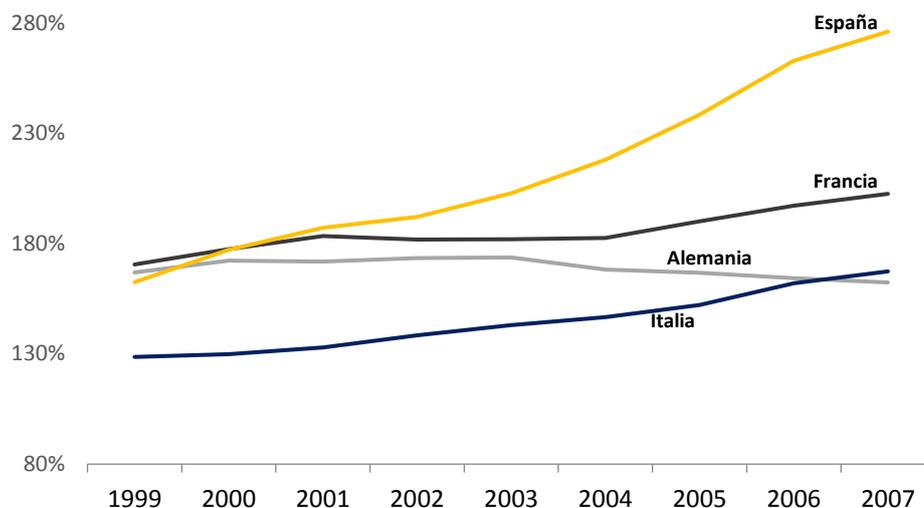
La política fiscal en España durante este periodo tuvo un claro signo contracíclico, reduciendo año a año los niveles de deuda en proporción al PIB y logrando superávits fiscales que contrarrestaron parte del gran endeudamiento de los agentes privados. Sin embargo, el ahorro público no incrementó lo suficiente como para compensar el excesivo aumento del endeudamiento de los agentes privados de la economía.

**Gráfico 3.6 - Deuda y déficit públicos (1999 - 2007)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

**Gráfico 3.7 - Deuda Privada (% PIB) (1999 - 2007)**



Fuente: Elaboración propia a partir de OECD Stats

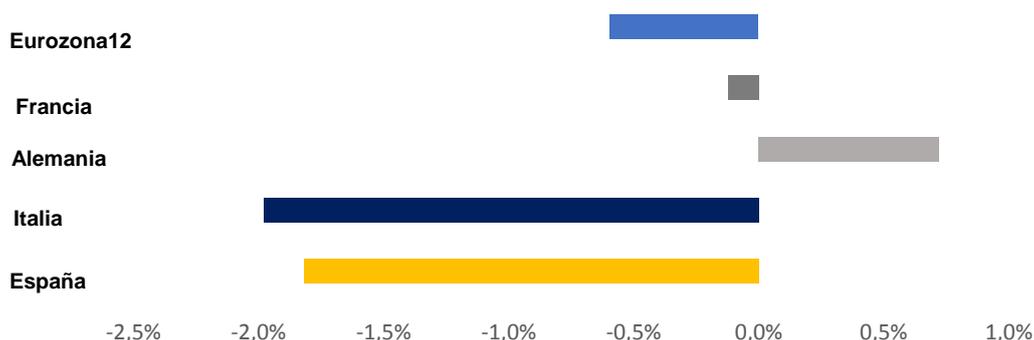
#### 4. PERIODO DE RECESIÓN Y AJUSTE (2008 – 2013)

Los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante la expansión hicieron más profunda la recesión que se produciría en el periodo posterior. Además, la limitación de instrumentos de política económica que los países miembros de una unión monetaria pueden utilizar incidió en la dureza de los ajustes llevados a cabo para corregir dichos desequilibrios.

A mediados de 2007 se desencadenó una crisis financiera global que tuvo su origen en Estados Unidos, expandiéndose rápidamente al resto de países desarrollados del mundo. A partir de entonces, diversos efectos que se retroalimentaban entre el sector financiero y el productivo, deterioros en la posición fiscal y una grave crisis de deuda pública se fueron sucediendo, afectando de forma asimétrica a los distintos países que componían la eurozona

La economía española fue una de las más afectadas dentro de la zona euro. El PIB comenzó a contraerse en el tercer trimestre de 2008. Durante ese año, la recesión fue menos severa en términos relativos con respecto a la media de la eurozona, Italia e incluso Alemania, donde la disminución del PIB desde niveles precrisis fue más pronunciada. Sin embargo, la crisis en España resultó ser de una profundidad mayor y el PIB nominal del cuarto trimestre de 2013 pasó a ser un 7% menor del PIB del mismo trimestre de 2007, mientras que en Italia fue un 2% menor, en Francia un 7% mayor, en Alemania un 12% mayor y en la eurozona<sup>12</sup> un 4% mayor.

**Gráfico 4.1 – Variación anualizada del PIB Per Cápita (2008-2013)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

Durante esta etapa, el PIB per cápita disminuyó en España a tasas anuales del 1,8%, más del doble que la tasa anualizada de disminución de la zona euro. La divergencia se hace más patente comparando la trayectoria española con la de Alemania y Francia. En Francia, el ingreso por persona disminuyó al 0,1% anual durante este periodo mientras que en Alemania creció a tasas anuales del 0,7%. Por su parte, la severidad de la crisis en Italia fue similar a la de España, un patrón de que siguieron todos los países periféricos de la Unión Monetaria. Es destacable, además, el cambio de velocidad en el crecimiento de la población, que pasó de crecer al 1,5% anual en el periodo anterior al 0,5% durante esta fase.

**Tabla 4.1- Variación anualizada de las fuentes de crecimiento del PIB (2008 - 2013)**

	2008 - 2013				
	España	Italia	Alemania	Francia	Eurozona12
<b>PIB per cápita</b>	-1,8%	-2,0%	0,7%	-0,1%	-0,6%
<b>Población</b>	0,5%	0,5%	-0,2%	0,5%	0,3%
<b>PIB</b>	-1,3%	-1,5%	0,6%	0,4%	-0,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

Durante el periodo anterior, el principal impulsor del incremento en el PIB per cápita en España había sido el gran aumento logrado en la tasa de empleo por dos razones: la disminución en la tasa de desempleo y el aumento en la tasa de participación. En este periodo, sin embargo, estos dos indicadores sufrieron un fuerte deterioro, especialmente la tasa de desempleo que pasó de un mínimo histórico del 7,95% en el segundo trimestre de 2007 a situarse en el 26,1% en 2013, únicamente por detrás de Grecia en lo que a países de la eurozona se refiere. La tasa de empleo, que alcanzaba en 2007 el 69,7% del total de la población activa, pasó a ser en 2013 del 58,6%, situándose en niveles previos a la entrada en la UEM. Este descenso fue el más brusco de todos los países de la eurozona, donde la media de sus países componentes pasó del 69,8% al comienzo de la crisis al 67,7% en 2013. El núcleo de Europa también lo hizo mejor que España manteniendo la ratio en niveles no muy lejanos a los del comienzo de la crisis, como fueron los casos de Francia y en menor medida, Italia. En Alemania, el porcentaje de personas empleadas respecto al total de la población en edad de trabajar aumentó.

Por otra parte, la productividad por hora trabajada y por trabajador aumentó en España al 1,7% y al 1,6% anual respectivamente mientras que en la eurozona y en los países del núcleo aumentó a tasas menores al 0,7% o incluso disminuyó para el caso de la productividad por trabajador. España se trata de un caso excepcional en este sentido a nivel europeo ya que mientras el crecimiento de la productividad del trabajo en la mayoría de países es procíclico, en España es anticíclico. La razón más habitual para explicar este comportamiento es el funcionamiento ineficiente del mercado de trabajo:

cuando se entra en crisis el ajuste se hace despidiendo trabajadores, mientras que en otros países se procura mantener el empleo. (Mas, 2018)

**Tabla 4.2 - Variación de las fuentes del crecimiento del PIB per Cápita (2008 - 2013)**

	2008-2013				
	España	Italia	Alemania	Francia	Eurozona12
<b>Productividad por hora trabajada (% anual)</b>	1,68%	0,10%	0,48%	0,38%	0,70%
<b>Productividad por trabajador (% anual)</b>	1,57%	-0,83%	-0,19%	0,27%	0,12%
<b>TFP (% anual)</b>	-0,90%	-1,32%	-0,49%	-0,84%	-0,79% toda la zona euro
<b>Tasa de empleo</b>	2007- 69,7%	2007-62,7%	2007-72,9%	2007-69,4%	2007- 69,8% Toda la zona euro
	2013- 58,6%	2013-59,7%	2013-77,3%	2013-69,2%	2013-67,7% Toda la zona euro
<b>Horas trabajadas por trabajador</b>	2007- 1704	2007- 1818	2007- 1424	2007- 1537	
	2013-1694	2013- 1720	2013- 1363	2013- 1526	

*Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat y The Conference Board Total Economy Database*

España pasó de forma radical de un periodo de expansión espectacular del crédito a una profunda crisis bancaria. La crisis financiera global paralizó los mercados financieros mundiales y dada la gran dependencia de su economía en este sector, España fue uno de los países más afectados. Ante esta escasez de crédito, se produjo una variación de la asignación de los recursos productivos entre sectores, desplazando a la construcción y produciendo por el camino un altísimo nivel de desempleo.

**Tabla 4.3 - Variación anual del valor añadido bruto y sus principales componentes (2008 - 2013)**

	Variación anual de los componentes del valor añadido bruto	
	2008-2013	
	España	Alemania
<b>Valor añadido bruto</b>	-1,2%	0,6%
<b>Industria Manufacturera</b>	1,8%	0,0%
<b>Construcción y actividades Inmobiliarias</b>	-6,9%	1,6%
<b>Servicios financieros y de seguros</b>	-4,1%	0,7%
<b>Información y Comunicación</b>	1,3%	3,8%

*Fuente: Elaboración propia a partir de OECD Stats*

La disminución de la producción en los sectores que en la etapa de expansión más habían crecido fue notablemente más acusada que la disminución del VAB en España, cayendo la producción en el sector de la construcción a tasas de en torno al 7% anual durante los 6 años de recesión mientras que los servicios financieros cayeron a tasas del 4%. Esto pone de relieve la poca consistencia de los cimientos en los que se había basado la etapa de crecimiento anterior y que, una vez empeoraron las condiciones exteriores que los sostenían, se desplomaron dejando tras de sí un ajuste que dada la poca flexibilidad del mercado laboral español se manifestó en un aumento espectacular de la tasa de desempleo, cuyo mayor contribuyente fue la pérdida de trabajadores en el

sector de la construcción, donde se destruyó el 47,3% del total del empleo que se perdió desde el primer trimestre del 2008 hasta el primer trimestre de 2014

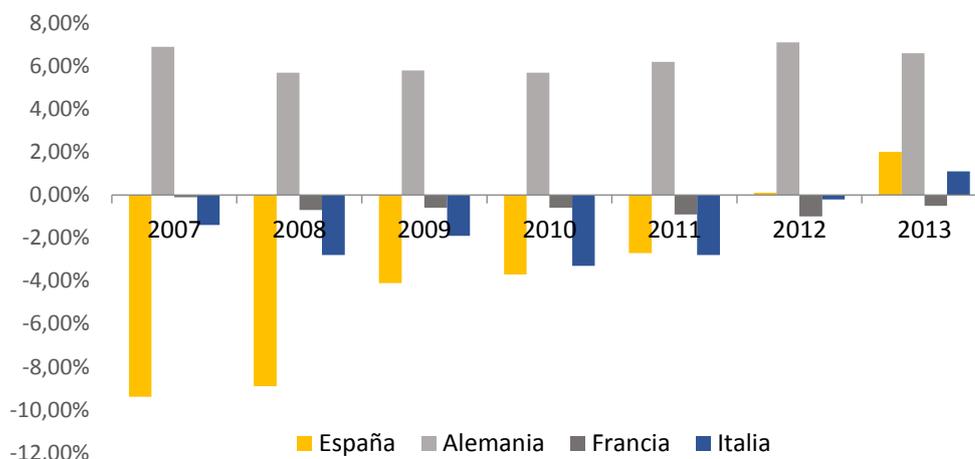
**Tabla 4.4 - Variación del número de ocupados por sectores (2008 T1 - 2014 T1)**

Variación interanual N.º Ocupados	2008 T1 - 2014 T1			Pérdida de ocupados totales (Miles)	
	Composición sobre total empleados				
<b>Total</b>	-3,2%	<b>2008T1</b>	<b>2014T1</b>	<b>Total</b>	3669,4
<b>Agricultura</b>	-1,2%	<b>Agricultura</b>	4,20% 4,30%	<b>Agricultura</b>	61
<b>Industria</b>	-6,1%	<b>Industria</b>	16,30% 13,60%	<b>Industria</b>	1054,2
<b>Construcción</b>	-16,0%	<b>Construcción</b>	13% 5,60%	<b>Construcción</b>	1737,4
<b>Servicios</b>	-1,0%	<b>Servicios</b>	66,50% 76,50%	<b>Servicios</b>	816,8

Fuente: Elaboración propia a partir de INE

En los años posteriores al 2008, se produce también un gran ajuste en la balanza por cuenta corriente de España, que pasa de ser deficitaria en casi un 10% del PIB en 2007 a lograr un superávit del 2% en el año 2013, siendo el de 2012 el primer superávit alcanzado en muchos años, en una economía históricamente deficitaria con el resto del mundo. Por su parte, Alemania continuó manteniendo grandes superávits siguiendo la trayectoria que mantenía previa a la crisis mientras que en Italia y especialmente en Francia, la balanza se mantuvo cercana al equilibrio.

**Gráfico 4.2 - Balanza cuenta corriente (% PIB) (2007 - 2013)**

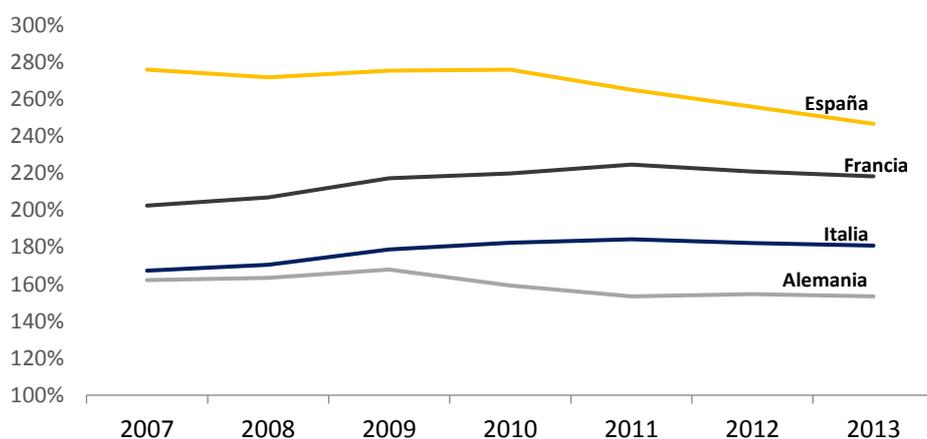


Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

Sin embargo, la posición de inversión internacional neta siguió deteriorándose durante este periodo pasando desde un -55% del PIB en 2007 a situarse en un -69,7% al final de 2013, lo que implicaba que España seguía manteniendo una altísima dependencia de los mercados financieros globales.

Este aumento de los pasivos relativo a los activos de España con el resto del mundo se produjo porque, a pesar de que la balanza exterior de bienes y servicios estaba mejorando y los agentes privados amortizaban deuda (ver gráfico 4.3), se estaba produciendo un deterioro de las finanzas públicas que superaba por mucho la disminución del endeudamiento privado, exactamente el proceso contrario que en el periodo de expansión, donde la disminución del endeudamiento público no fue suficiente para contrarrestar el gran aumento del endeudamiento privado

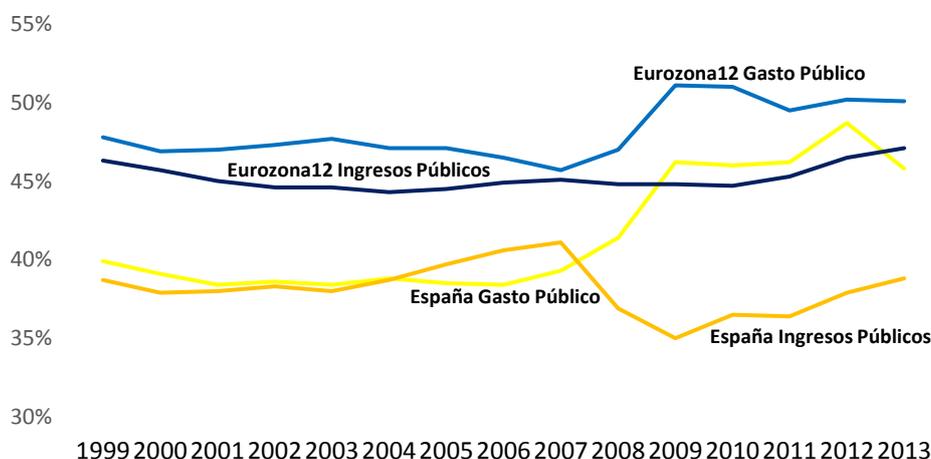
**Gráfico 4.3 - Deuda privada (%PIB) (2007 - 2013)**



Fuente: Elaboración propia a partir de OECD Stats

Los problemas financieros que se produjeron al comienzo de la crisis comenzaron a tener un efecto sobre la economía productiva poco después de su aparición, manifestándose especialmente en el aumento del desempleo y en la caída de la producción de prácticamente todos los países afectados. Estos problemas se trasladaron rápidamente a las finanzas públicas, afectando de forma asimétrica a los distintos países de la eurozona que pronto se vieron envueltos en una crisis de deuda pública de mayor magnitud que la productiva, especialmente los países de la periferia entre los que se encontraba España.

**Gráfico 4.4 - Gasto Público e Ingreso Público (%PIB) (1999 - 2013)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

En primer lugar, vemos como los ingresos y los gastos públicos reaccionaron de formas distintas en la eurozona que en España. Mientras que los ingresos públicos se hundieron en España, en la eurozona se mantuvieron estables, lo que pone de manifiesto la alta dependencia de los ingresos del Estado español al ciclo económico. Mientras tanto, el gasto público, que se había mantenido estable durante la etapa de expansión, reaccionó con una brusca subida una vez se produjo la crisis pasando del 39% del PIB en el 2007 a situarse en el 47% solo dos años después. El Gasto público de la eurozona, a pesar de que también experimentó un aumento en este periodo, no fue tan extremo como el de España.

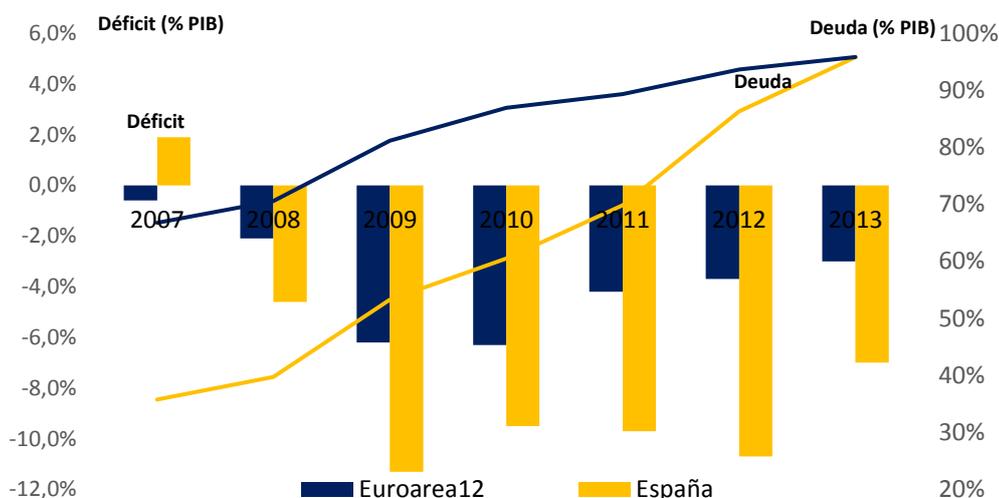
Este desequilibrio producido entre los gastos y los ingresos de las arcas públicas dio lugar a un aumento progresivo del déficit en los años posteriores al 2007, pasando la

española de ser una economía con superávit público del 1,9% a tener un déficit dos años después del -11,3%. La eurozona<sup>12</sup> en su conjunto registró el pico de déficit más alto en 2010 al registrar una diferencia entre ingresos y gastos públicos del -6,3%, un nivel muy inferior al registrado por España.

El sector bancario español se vio obligado a llevar a cabo un proceso de reestructuración que culminaría con un memorando de entendimiento entre la Unión Europea y el Estado español, a través del cual el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (que había prestado ayuda previamente a las economías de Grecia, Irlanda y Portugal) concedía a España una línea de financiación de 100000 millones de euros para la recapitalización del sector.

Unido a los sucesivos déficits producidos desde el 2008, estos acontecimientos dieron lugar a un aumento de la deuda pública hasta niveles mucho mayores del 65,40% alcanzado en 1996, el pico máximo alcanzado en la España democrática antes de la crisis. España pasó de un 35,8 % de deuda pública sobre el PIB en 2007 a un 95,8% a finales de 2013. Por su parte, la deuda pública de la eurozona<sup>12</sup> también aumentó de forma significativa, impulsada por los países periféricos y por Francia, donde la deuda llegó a situarse en el 93% de su PIB, niveles similares a los alcanzados por España, debido a los grandes déficits públicos en los que incurrió desde 2008 hasta 2013. En el lado contrario, Alemania solo registró déficits públicos superiores al 1% del PIB en los años 2008 y 2009, por lo que el aumento de su deuda pública fue menos pronunciado pasando de un 64% en 2007 a un 79% en 2013.

**Gráfico 4.5 - Deuda Pública y Déficit Público (2007 - 2013)**

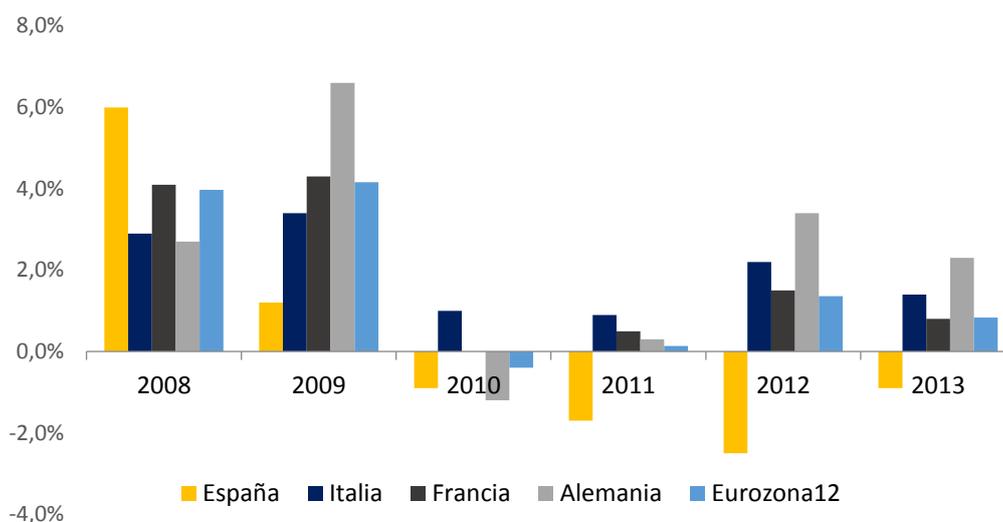


Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

Por último, se comienza a producir un proceso de ajuste para restaurar la competitividad exterior con los países de la eurozona.

Históricamente, España había sido un país tendiente a la devaluación nominal de su moneda en los periodos en los que necesitaba reactivar la demanda agregada (se produjeron 7 devaluaciones de la peseta entre 1959 y 1992). Sin embargo, en una unión monetaria, donde se renuncia a la flexibilidad de los tipos de cambio por un tipo de cambio fijo, esta forma de realizar el ajuste no es posible. En este caso, la competitividad únicamente es posible recuperarla a través de una devaluación interna que corrija el desmedido aumento de los costes laborales unitarios acaecido en el periodo de expansión a través de reducciones de los mismos. Esto es lo que sucedió en España en este periodo:

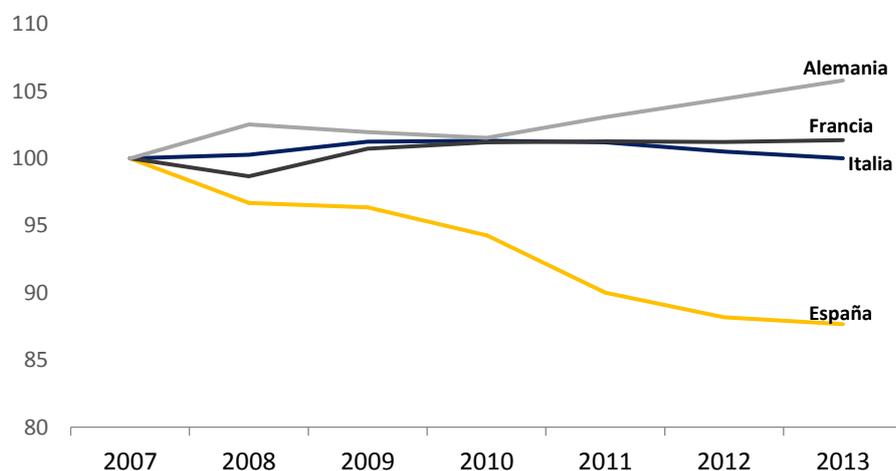
**Gráfico 4.6 - Variación de los Costes laborales unitarios (2008 - 2013)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

En el primer año de recesión, los costes laborales unitarios siguieron aumentando a mayor ritmo que la media de la UEM y el núcleo de Europa. Sin embargo, en 2009 ya se empieza a apreciar el cambio de trayectoria, con los costes laborales unitarios creciendo a un ritmo notablemente inferior al resto de la eurozona, algo inédito desde la entrada en el Euro. A partir de 2010, se producirían disminuciones en los costes laborales unitarios que, junto con los incrementos que se producían en las economías competidoras, permitió a España recuperar parte de la competitividad perdida en los años previos, como podemos observar siguiendo la evolución del tipo de cambio real efectivo.

**Gráfico 4.7 - Tipo de cambio real efectivo (2007 - 2013)**



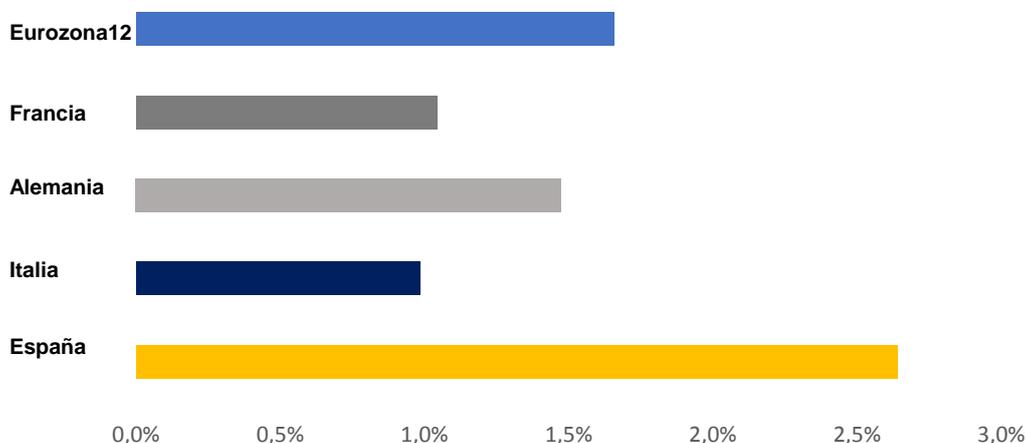
Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

## 5. PERIODO DE RECUPERACIÓN (2014-2018)

A partir del primer trimestre de 2014, la economía española vuelve a protagonizar una fase de expansión donde se sitúa a la cabeza de la eurozona en términos de crecimiento

del PIB y del PIB per cápita. Como veremos, esta etapa fue muy diferente a la primera fase de expansión y los cimientos en los que se sostiene son mucho más sólidos de lo que fueron por aquel entonces.

**Gráfico 5.1 - Crecimiento anualizado del PIB Per Cápita (2014-2018)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

El crecimiento de España en estos 5 años supera por casi un 1% anual el de la eurozona12, disminuyendo en parte la brecha causada por la recesión, donde el PIB per cápita de la eurozona12 se contrajo un 1,2% menos de forma anual. La diferencia es incluso mayor comparando la trayectoria con Alemania, Italia y Francia, países que crecen en esta etapa a tasas no superiores al 1,5% anual.

**Tabla 5.1 - Variación anualizada de las fuentes de crecimiento del PIB (2014 - 2018)**

	2014 - 2018				
	España	Italia	Alemania	Francia	Eurozona12
<b>PIB per cápita</b>	2,6%	1,0%	1,5%	1,0%	1,7%
<b>Población</b>	0,1%	0,1%	0,6%	0,4%	0,3%
<b>PIB</b>	2,7%	0,9%	2,0%	1,4%	1,9%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

El incremento del PIB per cápita coincide prácticamente con el incremento de la producción. La población, por su parte, apenas aumenta durante esta fase, siguiendo con la evolución de los años de crisis. El menor aumento de la población da lugar a que el aumento del PIB per cápita durante esta nueva etapa de expansión sea mayor en un 0,4% anual al logrado en la primera etapa de crecimiento a pesar de un aumento anual del PIB menor del 1% anualmente. A pesar de que en términos relativos el PIB aumentó más en la primera expansión con respecto al resto de la eurozona12 y al núcleo de Europa, el incremento relativo del PIB per cápita fue mayor en esta etapa que durante los primeros años del euro.

En cuanto a las causas del incremento del ingreso per cápita, durante esta etapa se da un fenómeno que no se dio en la etapa de crecimiento anterior. Además del incremento en la tasa de empleo que caracterizó la expansión anterior, se produce una mejora de la productividad total de los factores por primera vez en un periodo prolongado en el tiempo desde la entrada en el euro. Esta situación sugiere un mejor uso de los recursos en los procesos productivos durante esta etapa. Comparativamente, el crecimiento

anual de la PTF fue mayor del que lograron tanto la eurozona como el núcleo de la misma durante esta etapa. No obstante, es conveniente señalar que, a pesar de la mejora de este indicador durante este periodo, la disminución acumulada de eficiencia en el uso de los recursos productivos en España desde la entrada en el euro es de un total del -8,8%, una disminución menor a la acumulada por Italia (-12,4%), pero muy alejada del -0,1% del total de la eurozona y especialmente distante del incremento de la PTF acumulada de Alemania, del 3,3%.

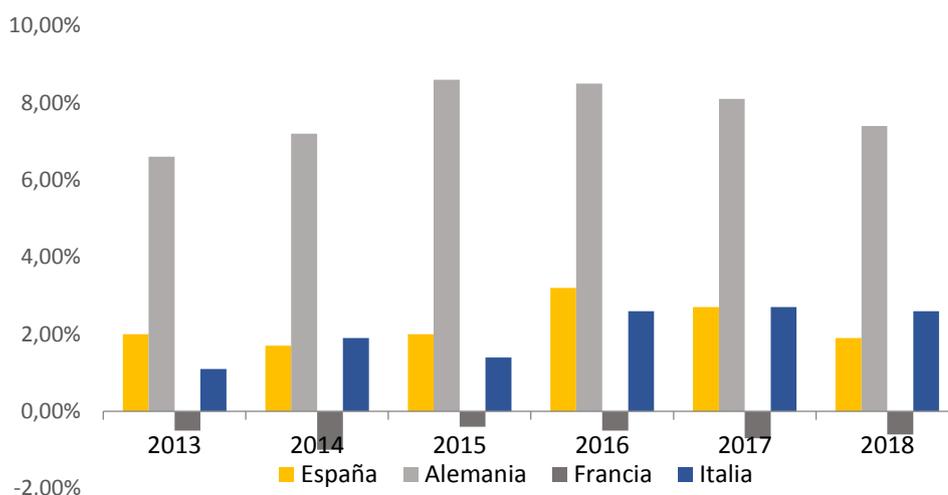
**Tabla 5.2 - Variación de las fuentes del crecimiento del PIB per Cápita (2014 – 2018)**

	2014-2018				Eurozona12
	España	Italia	Alemania	Francia	
<b>Productividad por hora trabajada (% anual)</b>	0,46%	0,02%	0,96%	1,17%	0,80%
<b>Productividad por trabajador (% anual)</b>	0,50%	0,08%	0,86%	0,76%	0,74%
<b>PTF (% anual)</b>	0,52%	0,12%	0,43%	-0,14%	0,4% toda la zona euro
<b>Tasa de empleo</b>	2013- 58,6%	2013-59,7%	2013-77,3%	2013-69,2%	2013- 67,7% Toda la zona euro
	2018- 67,0%	2018-63%	2018-79,9%	2018-71,3%	2018-72,0% Toda la zona euro
<b>Horas trabajadas por trabajador</b>	2013-1694	2013- 1720	2013- 1363	2013- 1526	
	2018-1701	2018- 1722	2018- 1363	2018- 1520	

*Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat y The Conference Board Total Economy Database*

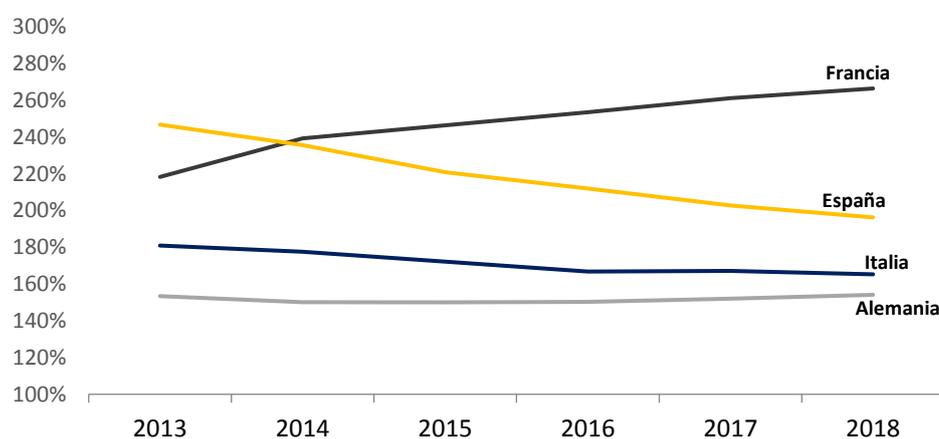
Además de la mejora de la PTF, en esta etapa España logró superávits en la balanza por cuenta corriente de forma recurrente, situación totalmente contraria a la primera fase de expansión, donde se produjeron déficits cada vez mayores en cada uno de los años de crecimiento. La implicación más importante fue que el ahorro doméstico fue mayor a la inversión doméstica de forma recurrente. Esta situación se dio especialmente por la continuación de la trayectoria de amortización de deuda de los agentes privados de la economía, que pasaron a tener una deuda del 247% del PIB a finales de 2013 al 196% a finales de 2018 (ver gráfico 5.3). Esto, junto a la estabilización de la deuda pública sobre el PIB, supuso una mejora considerable de la posición inversora internacional neta de España, que pasó del -69,7% del PIB a finales de 2013 a un -52,8% a finales de 2018. A pesar de este descenso de los pasivos relativos a los activos con el resto del mundo, España aún se encontraba lejos de la posición inversora de Francia (-33%), Italia (-6,2%) y especialmente Alemania (+45,9%).

**Gráfico 5.2 - Balanza cuenta corriente (% PIB) (2007 - 2013)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

**Gráfico 5.3 – Deuda privada en % del PIB (2013 – 2018)**



Fuente: Elaboración propia a partir de OECD Stats

La evolución de la estructura productiva y su comparación con la evolución que siguió en la primera fase de expansión refleja a la perfección este cambio de trayectoria de la economía española.

**Tabla 5.3 - Variación anual del valor añadido bruto y sus principales componentes (2014 - 2018)**

	Variación anual de los componentes del valor añadido bruto	
	2014-2018	
	España	Alemania
<b>Valor añadido bruto</b>	2,7%	2,0%
<b>Industria Manufacturera</b>	2,9%	2,9%
<b>Construcción y actividades Inmobiliarias</b>	4,7%	2,0%
<b>Servicios financieros y de seguros</b>	-0,9%	-1,2%
<b>Información y Comunicación</b>	5,8%	3,2%

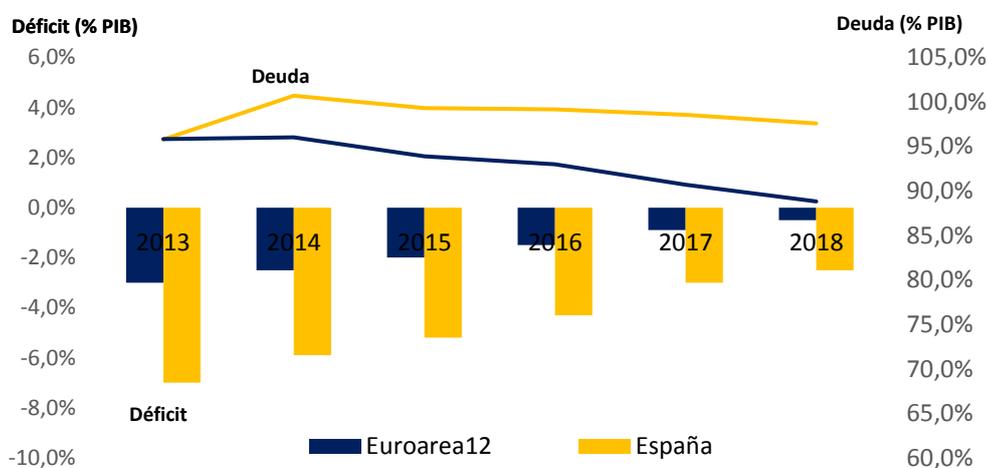
Fuente: Elaboración propia a partir de OECD Stats

Como se puede observar, la evolución de los componentes del valor añadido bruto durante esta etapa de expansión fue muy diferente a la acontecida en la primera etapa.

El crecimiento del sector de la construcción, a pesar de crecer a tasas superiores al VAB, no fue comparable al que experimentó en los primeros años del euro, teniendo en cuenta además que durante la crisis fue el sector que experimentó la mayor contracción, por lo que la dependencia de la economía española en este sector disminuyó enormemente desde 2008. Por otra parte, es fácil ver como el patrón de producción se asemeja más al patrón de producción alemán durante estos años. Tanto la industria manufacturera como la industria de las telecomunicaciones, sectores de alto valor añadido y más propensos a la producción de bienes comercializables, crecieron a tasas superiores al VAB. El crecimiento relativo en la producción de bienes comercializables internacionalmente se tradujo en unas exportaciones del 35,1% del PIB en 2018, mientras que en 2008 se situaban en el 26% del PIB. Este hecho junto con una tasa de importaciones que nunca ha superado el 33% del PIB desde la entrada en el euro, marcó el camino en el que la economía española pasó de ser una economía importadora a una exportadora neta (ver Gráfico 5.2).

La deuda pública sobre el PIB, a pesar de que la economía creció a tasas anualizadas del 2,7%, aumentó pasando de situarse en un 95,8% a final de 2013 a situarse en el 97,6% a finales de 2018. La reducción del déficit público durante esta fase no fue suficiente para reducir el nivel de deuda pública que se produjo como consecuencia de las medidas llevadas a cabo para tratar de disminuir los efectos de la crisis. Por su parte, la media de los países pertenecientes a la eurozona<sup>12</sup> sí que fueron más efectivos en cuanto a la disminución de los niveles de deuda pública a pesar de crecer a tasas 0,8 puntos inferiores a las de España.

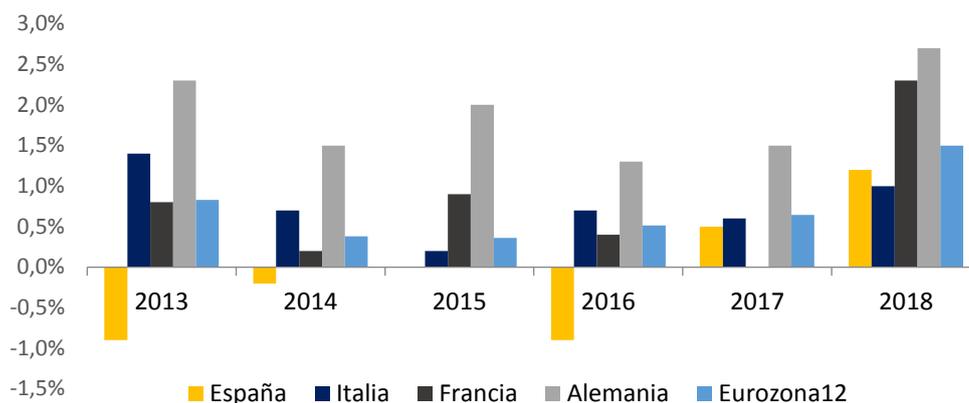
**Gráfico 5.4 - Deuda y déficit públicos (1999 - 2007)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

En cuanto a la competitividad exterior relativa a los países de la eurozona, se siguió durante estos años la tendencia que comenzó en la etapa de crisis anterior, y los costes laborales unitarios crecieron de forma anualizada durante esta etapa en un 0,1%, muy por debajo de la media de la eurozona<sup>12</sup> y especialmente de Alemania. Además, es importante remarcar que este crecimiento anualizado de los CLU se da por el aumento de los mismos en 2017 y 2018, ya que fue únicamente a partir de 2017 cuando empezaron a crecer, después de una etapa de ajuste donde, teniendo en cuenta el periodo transcurrido desde comienzo la crisis (2008) hasta el año 2018, la variación absoluta de los CLU en España es del -4,2%, mientras que los CLU de la eurozona<sup>12</sup> crecieron un 9,8%, los de Francia un 11,4%, los de Italia un 12,7% y los de Alemania un 22,2%.

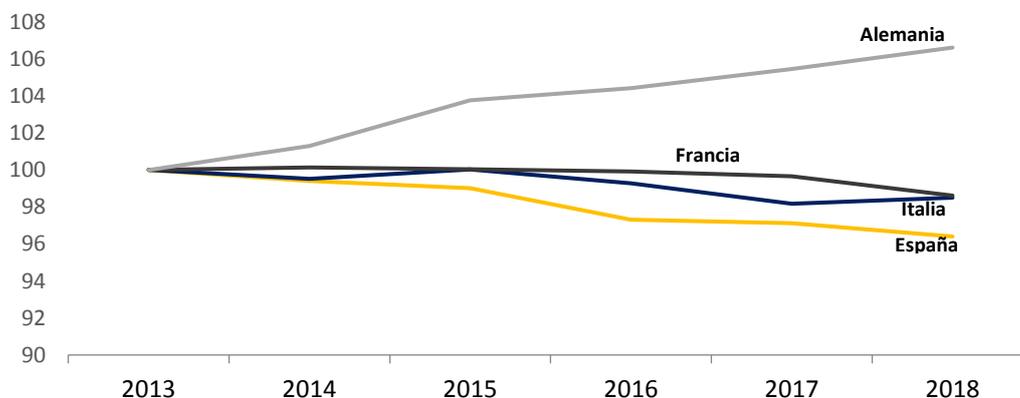
**Gráfico 5.5 - Variación de los Costes laborales unitarios (2008 - 2013)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

Esta disminución tan pronunciada de los costes laborales unitarios relativos a sus principales competidores comerciales permitió a España continuar una senda de mejora de su competitividad exterior que podemos observar en el siguiente gráfico donde se muestra la evolución del tipo de cambio real efectivo, indicador que durante los primeros años del euro se vio especialmente deteriorado.

**Gráfico 5.6 - Tipo de cambio real efectivo (2013 - 2018)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

## 6. EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO SOBERANA

La puesta en marcha de manera efectiva de la UME en Enero de 1999 trajo consigo un periodo de convergencia entre los rendimientos de los bonos de la eurozona sin precedentes en la historia de Europa. Sin embargo, a partir de 2008 y especialmente, en el periodo que sigue desde 2010 hasta 2013, la dispersión de los rendimientos de los bonos de los países de la eurozona se disparó y se produjo una etapa de divergencia entre los países del centro y del norte de Europa y los países periféricos, entre los cuales se encontraba España, que ponía de relieve que pese a pertenecer a un área monetaria común, los shocks asimétricos que se producían dentro de ella tenían consecuencias muy diferentes para los países miembros. Para mitigar los efectos perversos que tal dispersión tuvo en la Unión Monetaria, el BCE tomó medidas de política monetaria muy agresivas y poco convencionales que consiguieron reducir (aunque no al nivel de

principios de siglo) la dispersión del coste de financiación de la deuda de los países de la eurozona además de hacer que este coste se situase en niveles históricamente bajos.

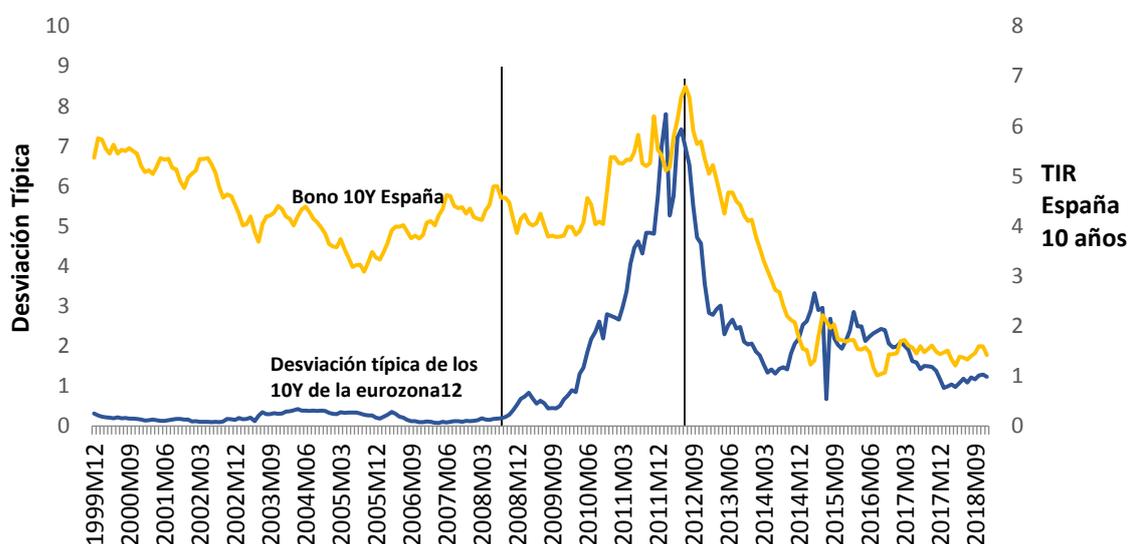
En los mercados de bonos soberanos se utilizan dos indicadores como medida del riesgo de crédito de los emisores de deuda pública:

En primer lugar, el spread, calculado en los mercados secundarios de deuda pública. El spread hace referencia a la diferencia entre la rentabilidad de la deuda de un emisor con riesgo de crédito y la de otro sin riesgo de crédito en la misma divisa. En los países europeos el spread más utilizado es la diferencia entre las rentabilidades al vencimiento (TIR) de los bonos a 10 años de los gobiernos emisores y la de los bonos del gobierno alemán del mismo plazo, que es el bono percibido por el mercado como menos arriesgado, ya que el interés que están dispuestos a recibir los inversores por mantenerlo hasta el vencimiento es el menor de entre los países de la zona euro.

En segundo lugar, están los CDS soberanos. Los CDS son “*contratos OTC (negociados en mercados no organizados) en los cuales un comprador, protegiéndose frente al riesgo soberano, paga una cantidad fija (la prima del CDS) hasta el vencimiento del bono o hasta la ocurrencia del llamado “evento de crédito”, que para un CDS soberano sería el incumplimiento de los compromisos de pago por parte del Estado emisor*” (Broto & Pérez-Quirós, 2011). Por lo tanto, los spreads entre las primas de los CDS también son indicadores válidos del riesgo de crédito de los emisores de bonos

Para el presente análisis, a pesar de la validez de los dos indicadores señalados se utilizará el primero por una simple razón: es muy complicado encontrar datos de CDS soberanos, ya que son instrumentos financieros que se negocian en mercados no organizados cuya liquidez es considerablemente menor que la del mercado de bonos soberanos.

**Gráfico 6.1 - Dispersión de la TIR de los bonos a 10 años en la eurozona<sup>12</sup> y TIR del bono de España**



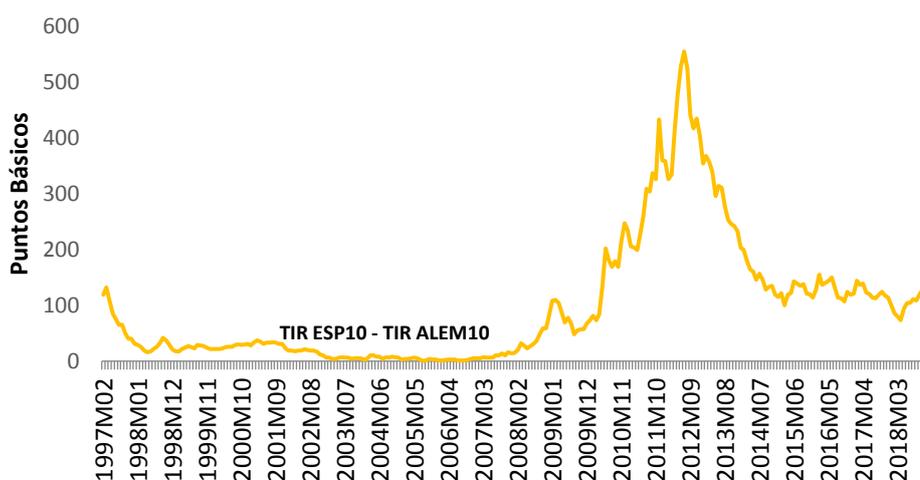
Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

En el gráfico anterior podemos ver con claridad las tres fases diferenciadas por las que pasó la eurozona desde su creación como unión monetaria. En primer lugar, el riesgo percibido por los países miembros de la eurozona convergió desde la creación de la UEM, como pone en evidencia el hecho de que a partir del año 2000 la desviación típica de las TIR de los bonos de los gobiernos de la UEM fuese prácticamente 0. En el año 2000, los bonos a 10 años de todos los países de la zona euro (excluyendo a Grecia, la

cual aún no entraría hasta 2001) ofrecían rentabilidades de entre el 5,54% de Alemania hasta el 5,81% de Portugal, una diferencia de menos de 30 puntos básicos. Este escenario contrasta claramente con lo que ocurriría poco más de una década después, cuando la dispersión entre rentabilidades se dispara y entre la TIR del bono alemán y la rentabilidad del bono portugués llega a haber 1096 puntos básicos (1,85% frente al 12%). En julio de 2012, la famosa rueda de prensa de Mario Draghi, presidente por aquel entonces del BCE, pone fin al aumento de la dispersión entre las TIR de los bonos de la eurozona, comenzando así una etapa donde las diferencias se situarían en niveles más sostenibles. Las medidas de política monetaria que seguirían a este discurso en los años posteriores darían lugar a una disminución de los rendimientos de la deuda pública en la eurozona que se situarían en niveles históricamente bajos.

Por su parte, sin tener en cuenta la tasa libre de riesgo en euros que supone la TIR del bono alemán vemos que la TIR de España<sup>10</sup> (ver gráfico 6.1) se mantiene estable hasta 2014 para un país donde históricamente la alta inflación y los altos tipos de interés nominales han sido la norma, con mínimos del 3,09% en 2006 y picos del 6,58% en plena crisis de deuda soberana para posteriormente comenzar una etapa donde la TIR se situaría en niveles del entorno del 1% y 2% (2015-2018) . Sin embargo, viendo la evolución de la prima de riesgo vemos un cuadro completamente distinto que pone en evidencia la gravedad de la recesión que España atravesó desde 2008 y en especial desde 2010 hasta 2013.

**Gráfico 6.2 - Prima de Riesgo soberana en España (1997 - 2018)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat*

Es esta gráfica la que mejor muestra la trayectoria de la economía española desde su entrada en la UEM. Desde antes de su entrada y llevando a cabo políticas económicas que favorecieran el cumplimiento de los Criterios de Maastricht, el diferencial con Alemania pasó de más de 100 puntos básicos en 1997 a 18 puntos en Enero de 1999, mes en el que se establece el tipo de cambio fijo de todas las monedas nacionales respecto al euro. A partir de entonces se pone en marcha la fase de gran crecimiento de la economía española. Durante esta etapa la prima de riesgo fue decreciendo año a año hasta hacerse prácticamente inexistente desde enero de 2003 hasta julio de 2007, periodo en el que la diferencia entre las rentabilidades de los bonos a 10 años de España y Alemania fueron menores a 10 puntos básicos todos los meses. Esta situación pone de relieve la escasa relevancia que tuvieron los indicadores macroeconómicos y la consideración de los cimientos tan débiles en los que se apoyaba la expansión española con respecto a la valoración que los inversores hacían de la solvencia del Estado español para devolver el principal de su deuda, valorándola de forma similar a la

alemana, un país que a pesar de que crecía menos se apoyaba en cimientos más sólidos ante un deterioro de las condiciones económicas y más duraderos, como vimos en los apartados 3 y 4

Sin embargo, es importante aclarar el concepto de solvencia de un Estado. La solvencia hace referencia a la capacidad de hacer frente a obligaciones de pago futuras en las condiciones que se establecieron contractualmente. Es extremadamente difícil medir la solvencia de un país para hacer frente a sus deudas, por la poca frecuencia con la que se han dado casos de default entre los países europeos. Una condición básica para determinar la solvencia de cualquier institución es que sus ingresos ordinarios sean suficientes para atender todos los compromisos de pago. En caso contrario, se produciría una quiebra o un proceso de reestructuración de deuda en el cual los inversores se verían perjudicados y la aversión hacia el activo afectado sería mayor, aumentando así el coste de financiarse creando un bucle entre finanzas públicas, coste de financiación y riesgo percibido. Otro de los condicionantes de la solvencia es el volumen de deuda previo contraído, ya que la carga financiera total soportada dependerá del nominal total de la deuda de años anteriores. Atendiendo a estos dos aspectos meramente fiscales de la definición de solvencia, es razonable la disminución y la convergencia de la TIR del bono alemán con el español durante los primeros años del euro, puesto que las finanzas públicas españolas estaban viviendo un periodo de auge con una disminución continua de la deuda y superávits fiscales recurrentes. Haugh et al. (2009) apuntan que son los déficits fiscales esperados, más que los actuales, los que afectan a los tipos de interés a largo plazo en los bonos del gobierno. También encuentran evidencia de que los efectos sobre los tipos de interés son no lineales y que tienden a ser mayores cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento.

Muchos autores señalan como factor clave para explicar las variaciones en los spreads de la eurozona un componente de aversión al riesgo global. Salvador Barrios et al. (2009) señalan que las TIR de los bonos de la eurozona antes de 2008 estaban fuertemente influenciadas por las condiciones en los mercados financieros globales. Broto y Pérez-Quirós (2011) descomponen las primas de los CDS soberanos de 10 economías desarrolladas en tres componentes independientes entre sí: un factor común a todos los países, un componente relacionado con la aversión al riesgo global y, por último, un componente que capta todos los factores nacionales que afectan a la cotización de las primas. Estos autores concluyen con que la suma del factor común y del factor vinculado a grado de aversión global explica la mayor parte de la evolución de las primas de los CDS hasta el inicio de la crisis de deuda soberana europea. Attinasi et al. (2011) encuentran que la liquidez del mercado secundario de deuda pública, las condiciones cíclicas y la aversión al riesgo global, factores que están relacionados con los tipos de interés a corto plazo, son factores determinantes para explicar los spreads de deuda en la eurozona. La culminación de la UEM en 1999 eliminó el riesgo de tipo de cambio entre los países miembros. Después de eso, se consideraba que prestar tanto a gobiernos como a bancos de los países periféricos de la zona euro tenía el mismo riesgo que prestar a los países del centro y del norte. Como vimos en el punto 2, los considerables flujos de capital desde el centro de Europa y del resto del mundo hacia la periferia se aceleraron, haciendo patente la disminución de la aversión al riesgo de exposición a estos países, entre los cuales se encontraba España. Una gran parte de estos flujos de capital eran flujos de crédito a corto plazo que implicaban préstamos de banco a banco en el mercado interbancario. Para ilustrar el movimiento de estos flujos es útil explicar la siguiente representación esquemática de los flujos de fondos entre España y Alemania, que se podría extender a la relación periferia-centro/norte durante los primeros años de la eurozona.

**Cuadro 6.1 - Esquema de los flujos de crédito más comunes entre Alemania y España**

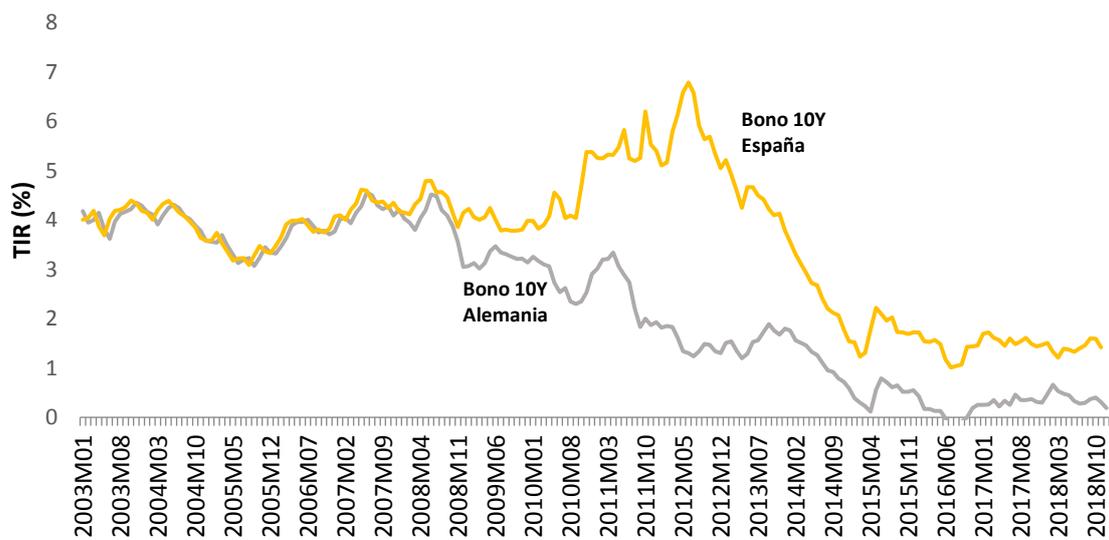


*Fuente: Elaboración propia a partir de (Brunnermeier, James, & Landau, The Euro and the battle of ideas, 2018)*

Los bancos españoles obtenían parte de su financiación de su base de depositantes españoles. En los años previos a la crisis, las instituciones financieras alemanas daban a sus contrapartes españolas financiación mayorista a corto plazo y barata. Los bancos españoles posteriormente concedían más préstamos a los prestatarios nacionales que utilizaban en parte para pagar productos alemanes, con lo que los pagos volvían en última instancia al sistema financiero alemán. Este proceso, alentado en todo momento por la convergencia en los tipos de interés entre los países de la zona euro, puede ayudarnos a comprender la aparición de la burbuja inmobiliaria en España, el gran endeudamiento con el exterior y la sobreexposición del sistema financiero español a los mercados financieros globales.

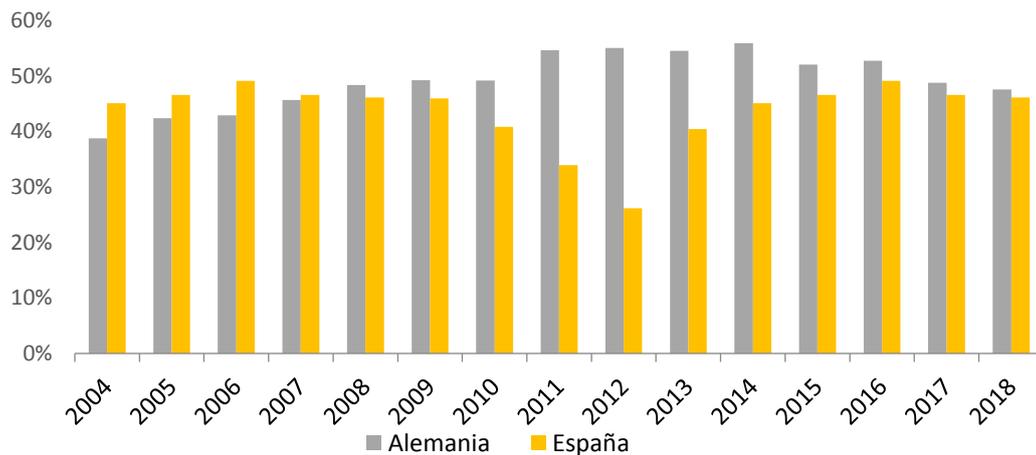
Es evidente, una vez visto el proceso de financiación a corto plazo de los bancos españoles, lo que ocurriría en caso de producirse un shock financiero global como el que se produjo en 2008. Con el inicio de la crisis, los flujos de capital transfronterizos hacia la periferia se detuvieron. Los bancos españoles no pudieron refinanciarse a corto plazo y se vieron obligados a reducir sus créditos, pasando rápidamente de una crisis financiera a el desplome de la actividad económica. En este escenario, las instituciones financieras de toda Europa intentaron reducir el riesgo de sus balances mediante inversiones en activos seguros. Los inversores identificaron como activo seguro la deuda pública alemana, lo que puso en marcha enormes flujos de capital hacia ese activo aumentando su precio y reduciendo su rentabilidad (ver gráficos 6.3 y 6.4). Esta consideración del bono alemán como activo seguro fue un aspecto importante en el ensanchamiento de los spreads a partir de 2008

**Gráfico 6.3 - TIR de España10Y y Alemania 10Y (2003 - 2018)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat

**Gráfico 6.4 - % de deuda pública en manos de extranjeros en España y Alemania**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de (Arslanalp & Tsuda, 2014)

En 2010 surge la crisis soberana de la eurozona. Como se apunta anteriormente, en los comienzos de la crisis financiera de 2008, los efectos adversos pasaron rápidamente a la economía productiva. Sin embargo, también existe una interacción entre el sistema bancario y el Estado. Los bancos españoles tienen reservas y deuda del gobierno como activos seguros en sus balances. Sin embargo, ese estatus de activo seguro se perdió una vez que la actividad económica se desplomó y se pusieron al descubierto todos los desequilibrios que se habían formado en la expansión anterior

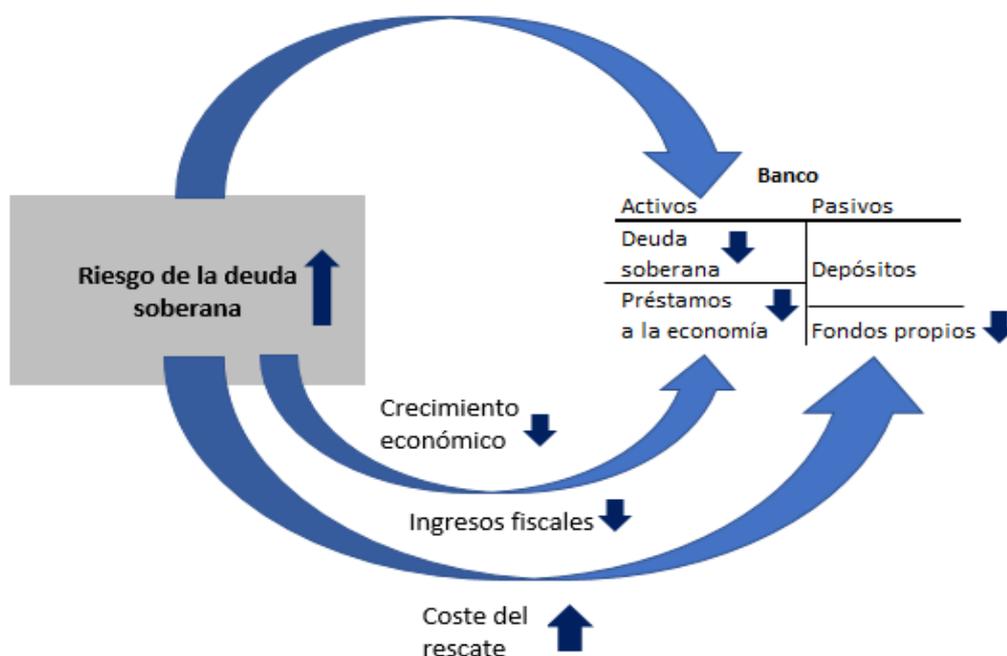
**Cuadro 6.2 - Variaciones en los Rating de la Deuda española (2000 - 2018)**

	S&P	Moody's	Fitch
13-abr-18		Baa1	
23-mar-18	A-		
19-ene-18			A-
02-oct-15	BBB+		
23-may-14	BBB		
25-abr-14			BBB+
21-feb-14		Baa2	
10-oct-12	BBB-		
13-jun-12		Baa3	
07-jun-12			BBB
26-abr-12	BBB+		
13-feb-12		A3	
27-ene-12			A
13-ene-12	A		
18-oct-11		A1	
13-oct-11	AA-		
07-oct-11			AA-
10-mar-11		Aa2	
30-sep-10		Aa1	
28-may-10			AA+
28-abr-10	AA		
19-ene-09	AA+		
<b>Situación previa a la crisis (máximo rating)</b>	AAA (desde 2004)	Aaa (desde 2001)	AAA (desde 2003)

*Fuente: Elaboración propia a partir de WorldGovernmentBonds.com*

Así, las calificaciones de las agencias de rating acerca de los bonos del Estado español se deterioraron a partir del 2009, creando una espiral diabólica entre la banca y la deuda del gobierno

**Cuadro 6.3 - Bucle diabólico entre banca y Estado**



*Fuente: Elaboración propia a partir de (Brunnermeier, James, & Landau, The Euro and the battle of ideas, 2018)*

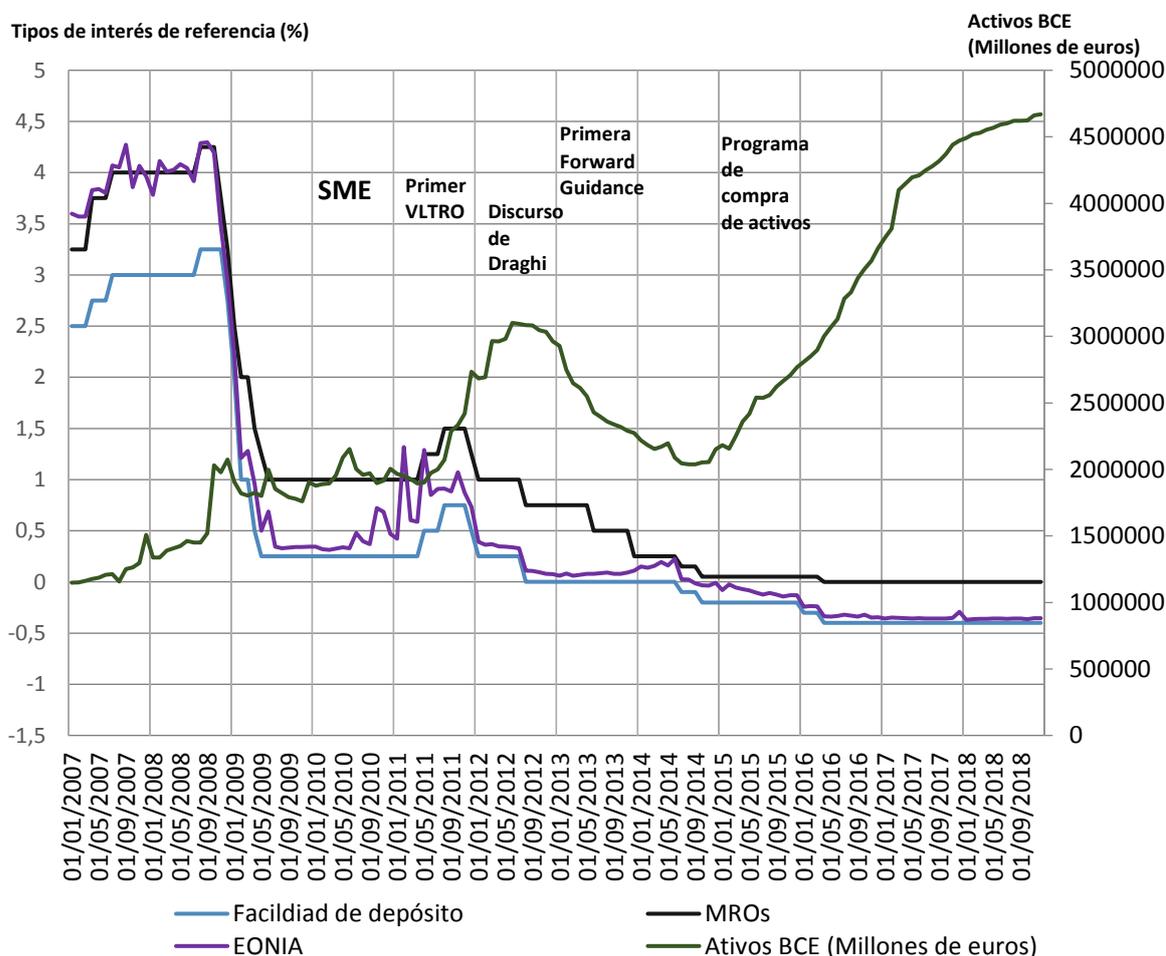
En primer lugar, la reducción del crédito bancario hace disminuir el crecimiento económico, lo que reduce los ingresos fiscales y además aumenta los gastos del Estado (más aún si el paro aumenta de forma desmedida, como en el caso español), lo que pone en riesgo la sostenibilidad de las finanzas públicas y disminuye los precios de los bonos del Estado, proceso que se amplifica en una unión monetaria, ya que los demandantes de euros del exterior que antes eran tenedores de deuda española buscarán un activo seguro que reemplace al bono español, en este caso el bono alemán, quedándose los bancos nacionales como únicos tenedores de esos bonos. La disminución de los precios de los bonos afecta al balance de los bancos españoles que disminuyen aún más su oferta de crédito a la economía amplificando el efecto y creando un bucle fatal entre Banca-economía-Estado. Esta retroalimentación hizo inevitable la recapitalización y el proceso de reestructuración de la banca española en el año 2010 que finalizó con el memorándum de entendimiento entre la UE y España para la recapitalización del sector bancario del que hablamos en el apartado 4.

Otro determinante del spread en la etapa de crisis de deuda más allá de la relación entre banca y Estado y el deterioro de las finanzas públicas según la literatura existente hace referencia al efecto contagio, especialmente importante dentro de una unión monetaria. Numerosa literatura ha señalado el contagio como elemento clave en el aumento de los spreads especialmente a partir de 2010. Vitor Constancio (2012) señala que el contagio, entendido como una situación donde la inestabilidad de un mercado específico o una institución se transmite a otros mercados o instituciones, se fue extendiendo durante la crisis de deuda a medida que eventos que se producían en países periféricos de la eurozona, especialmente Grecia, Portugal e Irlanda, tenían efectos en los spreads de otros países cuyos fundamentales macroeconómicos no sufrían ningún cambio. Metiu (2012) encuentra evidencia de efectos significativos de contagio en los spreads de la deuda pública de la eurozona entre el 1 de Enero de 2008 y el 1 de Febrero de 2012. Missio y Watzka (2011), por su parte, encuentran evidencia de contagio dentro de la eurozona durante la crisis y además, documentan efectos de contagio generados por

anuncios de agencias de rating sobre la calificación de la deuda pública de diferentes gobiernos.

A partir de julio de 2012 comienza una nueva fase en los mercados de deuda pública europea, esta vez caracterizada por las bajas TIR de los países de la eurozona y por la agresiva política monetaria llevada a cabo desde el Banco Central Europeo.

**Gráfico 6.5 – Principales actuaciones del BCE (2007 – 2014)**



Fuente: Elaboración propia a partir de European Central Bank

Desde 2008 el BCE comienza a realizar bajadas escalonadas de los principales tipos de interés que utiliza para transmitir la política monetaria. Sin embargo, estas bajadas junto con el SMP (primer programa de compra de activos del BCE, que permitió a los Bancos Centrales Nacionales intervenciones directas en los mercados de deuda pública y privada de la zona euro) y la primera TLTRO (préstamos condicionados que el BCE otorgaba a los bancos de la eurozona a tipos muy reducidos) no fueron suficientes para lograr una desescalada de la tensión que apremiaba en el mercado de deuda pública por aquel entonces. Además, la situación no mejoró cuando el BCE decidió subir los tipos de interés de referencia a finales de 2011. No fue hasta el 26 de julio de 2012 cuando las acciones del BCE comenzaron a tener el efecto buscado en los mercados. Ese día, en el momento más crítico de la crisis de deuda europea, Mario Draghi dio un discurso en el que, entre otras cosas, pronunció las siguientes palabras: “El BCE hará todo lo necesario para sostener el euro. Y, créanme, eso será suficiente”. Como observamos en el gráfico 6.1, es a partir de entonces cuando se comienza a producir una relajación en los spreads de deuda en la eurozona. Un año después (julio de 2013), se anunciaría la primera Forward Guidance, donde el BCE daría instrucciones sobre la

orientación futura de política monetaria. Por último, en 2015 comenzaría el impulso final que llevaría a las TIR de los bonos de la eurozona a niveles históricamente bajos. En marzo de ese año comienza el Programa de Compra de Activos (APP por sus siglas en inglés) también llamado expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés) consistente en la compra a bancos privados por parte del BCE de deuda pública y, en menor medida, otro tipo de bonos. Tanto el discurso de Draghi como las sucesivas medidas que le siguieron en años posteriores fueron muy efectivas para bajar el tipo de interés de la deuda soberana española. Desde julio de 2012 los precios de los bonos a 10 años españoles siguieron una trayectoria ascendente, lo que se convirtió en una sigilosa recapitalización de los bancos nacionales, que como hemos visto anteriormente, eran los principales tenedores de deuda del gobierno durante la crisis, revirtiendo así el bucle diabólico entre banca y Estado en un bucle virtuoso en el que los bonos se revalorizaban y los balances de los bancos mejoraban.

## 7. CONCLUSIÓN

La capacidad de valorar, analizar y tomar decisiones de peso para los políticos e instituciones en una pequeña economía abierta como es España que de forma endógena generen efectos positivos es un factor clave para la prevención de futuros riesgos y para el desarrollo de una senda de crecimiento sostenible, a la que no acompañen excesos de capacidad en sectores poco productivos y sobreendeudamiento. Esto es precisamente lo que ocurrió en el primer periodo de España dentro de la UEM. La adopción de la moneda común, sumado a factores externos, especialmente una política monetaria excesivamente expansiva para la situación española, el alto nivel de crecimiento económico mundial y la convergencia en el riesgo percibido por los inversores externos con respecto a los países del centro y norte de Europa, dieron lugar a una entrada masiva de capitales en la economía, generando recursos que los diferentes agentes económicos no supieron asignar eficientemente, favoreciendo la expansión de sectores poco productivos. Sin embargo, a pesar del efecto que los factores externos tienen en España, la política económica interna favoreció la aparición de desequilibrios en lugar de mitigar los riesgos de un futuro shock promoviendo reformas estructurales que no llegarían hasta una vez llegó la crisis, haciendo más dura la recuperación.

Esta crisis dejó en evidencia los desequilibrios que se habían ido acumulando durante los años previos. Una vez se produjo la crisis financiera global del 2008, el crédito interbancario se paralizó, y los bancos españoles dejaron de proveer el crédito del que la economía real era tan dependiente, conduciendo rápidamente a una disminución de la actividad económica y al aumento de forma súbita del desempleo, así como a una disminución generalizada de los precios de las casas, activo principal de la mayoría de los hogares españoles. Así, comenzó un proceso de deterioro de la actividad económica que pronto se trasladó a las finanzas públicas, pasando la economía española en el periodo anterior de reducir su deuda durante varios años consecutivos y conseguir superávits fiscales a llegar a déficits del 11% sobre el PIB y a un nivel de deuda de más del 90% en la época de crisis. Esta profunda recesión tuvo un impacto en la estructura de la economía española. Esta se hizo menos dependiente de las importaciones y de sectores concretos, aumentando la diversificación y el peso de sus exportaciones, en buena medida por el aumento de la competitividad exterior lograda mediante devaluación de los salarios reales. Además, vemos como el endeudamiento privado que había explotado en la fase anterior pasa a disminuir, mientras que el endeudamiento público sigue el camino contrario, pasando a representar cerca del 100% del PIB.

Con estos cambios, España entra en 2014 en una nueva fase de crecimiento que, al contrario de la primera, se apoya en factores más competitivos y sostenibles.

En cuanto a la prima de riesgo, a pesar de la convergencia en las rentabilidades de las TIR en los bonos de España y de Alemania en la primera fase, una vez llegó la crisis financiera y especialmente la de deuda soberana, el spread se disparó, tanto por el incremento en la TIR del bono español como por la disminución en la TIR del alemán, al que los inversores de todo el mundo vieron como un activo seguro en momentos de crisis. Es importante que en futuras crisis no se produzcan estas divergencias entre países de una Unión Monetaria, ya que al considerar a uno de los bonos de la Unión como activo seguro se deja de considerar seguro en mayor o menor medida a los demás, lo que amplifica la crisis creando un bucle diabólico entre los principales tenedores de esos bonos, que suele ser la banca del país del emisor, y el propio Estado emisor. Para conseguirlo, es necesario una respuesta más coral por parte de los países de la Unión que requiere de mayor integración, tanto bancaria como fiscal, y la promoción de diferentes instrumentos de deuda conjuntos. A pesar de que están aún muy lejos de conseguirse, las actuaciones del BCE a partir de mediados de 2012, especialmente la firmeza de su discurso y el gran alcance de sus medidas, ponen de relieve la importancia que los participantes en el mercado dan a el establecimiento de un plan de acción claro y decidido que limite la incertidumbre en sus expectativas, siendo de especial importancia que los países de la eurozona tengan preparado un plan de acción conjunto en respuesta a futuras crisis económicas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Arslanalp, S., & Tsuda, T. (2014). *IMF.org*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Tracking-Global-Demand-for-Emerging-Market-Sovereign-Debt-41399>
- Attinasi, M. G., Checherita-Westphal, C., & Nickel, C. (2009). What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09? *ECB Working Paper Series*(1131).
- Barrios, S., Iversen, P., Lewandowska, M., & Setzer, R. (2009). Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis. *Directorate General Economic and Financial Affairs*.
- Blanchard, O. (2001). Country adjustments within Euroland. *Monitoring the European Central Bank*.
- Blanchard, O. (2007). Current account deficits in rich countries. *IMF staff papers*, 54(2), 191-219.
- Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2012). *Macroeconomía (Quinta Edición)*. Pearson.
- Broto, C., & Pérez-Quirós, G. (2011). Las primas de los cds soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo. *Boletín Económico*.
- Brunnermeier, M., & Reis, R. (2019). A crash course on the euro crisis. *National Bureau of Economic Research*.
- Brunnermeier, M., James, H., & Landau, J.-P. (2018). *The Euro and the battle of ideas*. Princeton University Press.
- Brunnermeier, M., James, H., & Landau, J.-P. (2018). *The Euro and the battle of ideas*. Princeton University Press.
- Constancio, V. (2012). Contagion and the European debt crisis. *Financial Stability Review*(16), 109-121.
- El País. (22 de Noviembre de 1992). *El País*. Obtenido de [https://elpais.com/diario/1992/11/22/economia/722386813\\_850215.html](https://elpais.com/diario/1992/11/22/economia/722386813_850215.html)
- Estrada, Á., Malo de Molina, J. L., & Jimeno, J. F. (2009). La economía española en la UEM: Los diez primeros años. *Documentos ocasionales/Banco de España*(0901).
- European Central Bank. (s.f.). [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu). Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- Eurostat. (s.f.). *Eurostat*. Obtenido de <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- Fernández-Villaverde, J., & Ohanian, L. (2009). La crisis española desde una perspectiva mundial. En Fedea, *La crisis de la Economía Española. Análisis económico de la Gran Recesión*. Fedea monografías.
- Flores, D., & Manjón, P. (10 de Julio de 2012). *Rtve*. Obtenido de <https://www.rtve.es/noticias/20120710/asi-sera-rescate-espana-claves-del-memorando-entendimiento/544960.shtml>

- Franks, J., Barkbu, B., Blavy, R., Oman, W., & Schoelermann, H. (2018). Economic convergence in the Euro Area: coming together or drifting apart? *IMF Working Papers*.
- Haugh, D., Ollivaud, P., & Turner, D. (2009). What Drives Sovereign Risk Premiums?: An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area. *OECD Economics*(718).
- Instituto Nacional de Estadística. (s.f.). *INE.es*. Obtenido de [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/categoria.htm?c=Estadistica\\_P&cid=1254735976594](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/categoria.htm?c=Estadistica_P&cid=1254735976594)
- Malo de Molina, J. L. (2005). Una larga fase de expansión de la economía española. *Documentos ocasionales/Banco de España, Nº 0505*.
- Mas, M. (6 de Marzo de 2018). *Nada es Gratis*. Obtenido de <https://nadaesgratis.es/admin/reflexiones-sobre-la-productividad-ii-la-productividad-en-espana>
- Metiu, N. (2012). Sovereign risk contagion in the Eurozone. *Economic Letters*, 117(1), 35-38.
- Missio, S., & Watzka, S. (2011). Financial contagion and the European debt crisis. *CESifo Working Paper*(3554).
- OECD. (s.f.). *OECD.Stat*. Obtenido de <https://stats.oecd.org/>
- Şeker, M., & Saliola, F. (2018). A cross-country analysis of total factor productivity using micro-level data. *Central Bank Review*, 18(1), 13-27.
- The Conference Board. (s.f.). *The Conference Board Total Economy Database*. Obtenido de <https://www.conference-board.org/data/economydatabase>
- World Bank. (s.f.). *The World Bank Data*. Obtenido de <https://data.worldbank.org/>
- World Government Bonds. (s.f.). *WorldGovernmentBonds.com*. Obtenido de <http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/spain/>