Antonio Torrero Mañas*

LA CRISIS FINANCIERA 2007-2008. REFLEXIONES SOBRE EL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

La selección de razones y la responsabilidad de la crisis dependen de la visión del estudioso. Hay cinco aspectos que considero relevantes para intentar comprender la encrucijada en la que nos encontramos: un sobredimensionamiento de las finanzas, los efectos de la globalización financiera, el nivel de endeudamiento excesivo del sector bancario y la dependencia de los mercados, los cambios en las ideas sobre el fenómeno financiero, y la dificultad de comprender las complejas relaciones entre intermediarios, mercados y el sector real de la economía. La parte esencial de este trabajo es desarrollar estos cinco puntos. Finalmente reflexionaremos sobre el sector bancario español a la luz de lo expuesto. No se plantea ninguna propuesta concreta, limitándome a situar algunas de las circunstancias del sector teniendo en cuenta lo acontecido con la crisis.

Palabras clave: instituciones financieras, ciclos económicos, sistemas bancarios.
Clasificación JEL: E32, G15, G21.

1. Introducción

En las dos últimas décadas he centrado la atención en la cuestión de la inestabilidad financiera primero, y en la crisis financiera a partir de 2007¹. Cuando el maestro Juan Velarde me propuso contribuir a este número monográfico me pareció que podría ser oportuno situar algunas de las circunstancias del sistema bancario español en el entorno de la crisis financiera internacional, aún no finalizada y de la que desconocemos las consecuencias de las medidas urgentes que se están adaptando, un tanto a la desesperada, para evitar

un desastre similar al padecido en la Gran Depresión (1929-1934).

La literatura sobre la crisis financiera actual es abrumadora. Las opiniones sobre el fenómeno dependen de la visión del analista, entendida ésta en el sentido definido por Schumpeter, que condiciona los temas a tratar, el enfoque de los mismos y la selección de autores que inspiran el análisis. Me parece obligado explicitar cuál es mi visión para que el lector pueda situar los juicios y opiniones que expongo. Considero fundamentales tres puntos:

* Catedrático Emérito de Estructura Económica. Universidad de Alcalá, Madrid.

¹ Los trabajos más significativos han sido publicados por la editorial Marcial Pons y en los Documentos de Trabajo del Instituto de Análisis Económico y Social de la Universidad de Alcalá (iaes@uah.es). Este trabajo sigue en la misma línea que los publicados en la última década.

— La crisis financiera se ha generado endógenamente. No ha sido un accidente fortuito sino la consecuencia de ideas y regulaciones económicas que generaban una inestabilidad creciente y que, finalmente, eclosionó en una perturbación de gran alcance.

— La crisis financiera no está cerrada. Es cierto que la actuación de los bancos centrales, inundando el mundo de liquidez, ha evitado el colapso, pero no se ha recuperado el ritmo de crecimiento económico y no conocemos los efectos de la prolongada expansión monetaria que sustenta el precario nivel de actividad.

— No se han alterado las razones que producen la inestabilidad; en algunos aspectos, se han agravado. En consecuencia, pueden generarse convulsiones en las finanzas que alteren de forma súbita e inesperada la situación actual.

Soy deudor de las numerosas aportaciones que se han hecho, y se están haciendo, sobre la crisis. Las abundantes citas reconocen esa deuda y permiten precisar bibliografía para el lector interesado en los temas que se abordan.

2. Cinco aspectos relevantes en la evolución de las finanzas

Sobredimensionamiento de las finanzas

La crisis financiera ha actualizado y revisado un viejo tema: la relación entre finanzas y desarrollo económico. La posición tradicional mantenía una relación positiva entre la dimensión de las finanzas y el desarrollo económico, aunque no exista consenso en la dirección de la causalidad. Algunos estudiosos sostenían que el crecimiento de las finanzas favorecía el desarrollo, y otros señalaban que el ascenso económico impulsaba avances en lo financiero. Seguramente la posición más influyente era la de Greenspan, el cual, hasta 2007, apuntaba al endeudamiento y la magnitud de las finanzas como evidencia del vigor económico, señalando que

su crecimiento era prueba de la sofisticación de una economía avanzada².

La crisis financiera ha obligado a modular la relación entre la dimensión de las finanzas y el desarrollo económico. Lo que se postula ahora es la existencia de un umbral en la relación positiva, a partir del cual el crecimiento de las finanzas afecta negativamente a la economía y aumenta el riesgo de inestabilidad: «Los resultados ponen de relieve que más finanzas no son necesariamente buenas para el crecimiento económico y destacan que un nivel óptimo de desarrollo financiero es más crucial para facilitar el crecimiento» (Law y Singh, 2014, 36)³

En un libro reciente Turner (2016, 7) sistematiza y refina sus numerosas aportaciones realizadas después de 2007. Señala que el volumen de crédito en relación al producto nacional creció rápidamente en las economías avanzadas triplicándose entre 1950 y 2006. Se plantea si este crecimiento del crédito era necesario:

«En las dos décadas anteriores a 2008 en la evolución de la mayoría de los países avanzados, el crédito aumentó en torno al 10-15 por 100 anual mientras que el incremento anual del producto nacional lo hacía en un 5 por 100. Parecía entonces que ese aumento del crédito era preciso para asegurar el crecimiento económico adecuado... Pero si esto fuera así, nos enfrentaríamos a un dilema severo. Parece necesario que el crédito aumente más rápido que el producto nacional para que la economía crezca a un ritmo razonable, pero eso conduce inevitablemente a la crisis, al exceso de endeudamiento y a la recesión postcrisis. Parece que estamos condenados a la inestabilidad en una economía incapaz de mantener el balance entre crecimiento económico y endeudamiento estable».

El crecimiento de las finanzas: crédito, volumen de contratación, capitalización bursátil, así como el alza en la participación relativa en los beneficios de las

² Sobre la posición de Greenspan al respecto ver TORRERO, 2013, 71.

³ Conclusiones parecidas en CECCHETTI, MOHANTY y ZAMPOLLI (2011) y REINHART, REINHART y ROGOFF (2012).

empresas y en el empleo de calidad, están bien documentados⁴. Los activos financieros mundiales —la capitalización bursátil— crecieron de los 12 billones de dólares en 1980 a los 208 en 2007. Estas variables, que integran lo que McKinsey denomina profundidad financiera, pasaron en esas fechas del 120 al 355 por 100 del producto global. A partir de 2007 se produce una reducción hasta el 312 por 100 en 2012 (McKinsey, marzo 2015). El ascenso de las finanzas iba acompañado de una fiebre de innovaciones financieras y de la progresiva complejidad de los activos y de los mercados.

La trascendencia creciente del sector financiero no se contemplaba antes de la crisis, en general, con preocupación. Tanto los reguladores como los académicos consideraban el fenómeno como neutral o positivo. Turner distingue opiniones de tres tipos. Los teóricos de las finanzas y muchos reguladores veían la innovación financiera y el incremento de la liquidez como axiomáticamente beneficiosos; los responsables políticos consideraban el aumento del crédito como esencial para el crecimiento económico; por su parte los macroeconomistas y los banqueros centrales construían modelos económicos que no tenían en cuenta el sistema financiero, al que no concedían importancia macroeconómica. Los argumentos precisos diferían pero, en conjunto, favorecían una actitud tranquilizadora respecto al incremento de la intensidad financiera (2016, 28).

Zingales (2015) ha destacado cómo las bondades del auge de las finanzas, sostenidas por los economistas académicos, no coincidían con la opinión pública que contemplaba con inquietud el predominio de los factores financieros. Entre los lectores de *The Economist* el 57 por 100 no aceptaban que la innovación financiera favoreciera el crecimiento económico; en Estados Unidos el 48 por 100 de una muestra de opinión de adultos creían que las finanzas perjudicaban a la economía y el 34 por 100 la valoraba positivamente.

La experiencia de la crisis financiera ha alimentado la opinión negativa sobre los efectos de las finanzas, y los economistas profesionales han reconsiderado su posición al respecto. A juicio de Zingales (2015, 3): «Lo primero es reconocer que nuestra opinión sobre los beneficios de las finanzas era exagerada. No hay duda de que una economía desarrollada necesita un sector financiero sofisticado pero, en el actual estado de conocimiento, no hay razón teórica o evidencia empírica que avale la idea de que el crecimiento del sector financiero en los últimos 40 años ha sido beneficioso para la sociedad. De hecho tenemos razones teóricas y evidencia empírica para afirmar que un objetivo ha sido la pura apropiación de rentas. Al defender a las finanzas a toda costa, sin estar dispuestos a separar el grano de la paja, hemos perdido credibilidad para destacar la contribución real de las finanzas».

Efectos de la globalización financiera

En las últimas cuatro décadas hemos asistido a la segunda fase de la globalización financiera. La primera tuvo lugar en los decenios anteriores a la Primera Guerra Mundial, seguida por una etapa de inestabilidad monetaria que culminó con la Gran Depresión (1929-1934). La experiencia de esta hecatombe dio lugar a un consenso en advertir los efectos desestabilizadores de los movimientos internacionales de capital. En la preparación de los acuerdos que culminaron en Bretton Woods había coincidencia en establecer un marco regulatorio con objeto de impedir los desajustes que había provocado la libertad en los movimientos internacionales de capital. Uno de los protagonistas destacados de la nueva arquitectura monetaria afirmaba con rotundidad: «Nada más cierto que los movimientos de capital deben ser regulados» (Keynes, 1941, XXV, 31)⁵. La argumentación de Keynes era que la gestión de la economía nacional dependía de la capacidad de fijar el tipo de interés nacional adecuado respecto a los del resto del mundo (Steil, 2013, 145).

⁴ En el trabajo: «Sistema financiero y productividad económica» incluido en mi libro (2013a) se recogen datos y bibliografía sobre el tema.

⁵ En mi libro *Keynes y la crisis financiera actual* (2013a, pp. 119-122) se exponen las ideas básicas de Keynes en torno a este asunto.

«Para los principales arquitectos del sistema de Bretton Woods —John Maynard Keynes y Harry Dexter White— la lección del período de entreguerras fue que eran incompatibles la libre movilidad del capital con el libre comercio en bienes y servicios: los flujos desestabilizadores del capital terminarán en apelaciones al proteccionismo» (Ghosh y Qureshi, 2016, 4).

El Fondo Monetario Internacional (FMI) recogió desde su fundación las prevenciones respecto a la libertad de los movimientos de capital, pero sus opiniones fueron modificándose, no obstante, conforme con los cambios en la orientación de la economía como disciplina, que influía en los criterios de selección de los economistas que se incorporaban al Fondo como profesionales⁶.

Desde la década de 1980 se aprecia con claridad la orientación hacia la liberalización de la cuenta de capital que alcanzaría su punto álgido en 1997, con la propuesta de Camdessus de incluir una enmienda en los objetivos del FMI en favor al libre movimiento del capital a nivel global. Como apuntaría en tono irónico Rodrik (2011, 123): «Los controles de capital habían pasado a estar mal vistos. Lo que había sido herético y luego ortodoxo, pasaba a ser herético otra vez».

Ese año (1997), precisamente, estalla la crisis financiera asiática; con esta perturbación van creciendo las voces críticas respecto a los efectos desestabilizadores de los flujos de capital. En febrero de 2010 el FMI emitió una nota admitiendo que el control de los flujos financieros podía ser no solo deseable sino efectivo. Como apunta de nuevo Rodrik, el FMI reconoció que los países emergentes con controles de capital habían sufrido menos con la crisis de las hipotecas *subprime*.

El Informe del FMI de noviembre de 2012 supone ya un reconocimiento pleno de la utilidad y conveniencia de los controles de capital en determinadas situaciones. Los efectos de la crisis financiera han consolidado una visión más escéptica y pragmática de los efectos de la

libertad de los flujos de capital: «La crisis financiera global nos recordó con dureza que no todas las decisiones de prestamistas y prestatarios son racionales, que los mercados pueden llegar a ser exuberantes en exceso, y que los flujos sin control pueden dar como resultado una volatilidad excesiva» (Ghost y Qureshi, 2016, 30).

Un actor principalísimo en la gestión de la crisis financiera actual advertía: «La globalización ha desencadenado sumas enormes de *hot money* que atraviesan instantáneamente las fronteras, mientras los aspectos de la psicología humana que han ayudado a producir *booms* y crisis durante siglos permanecían sin cambios» (Geithner, 2014, 52).

Como ha señalado Haldane (2014,8), hace una década las políticas dirigidas a manejar activamente las entradas y salidas de capital estaban mal consideradas por el FMI y la comunidad internacional. Sin embargo, hoy han sido aceptadas en buena medida como parte del arsenal para proteger a los países de los ciclos alcistas y bajistas de los flujos de capital. Quizás lo más significativo es que más de 40 países hayan utilizado esas medidas desde 2009. Hay que añadir, no obstante, que ya antes de la crisis de 2007-2008 algunos economistas habían puesto en duda la incidencia positiva de la globalización financiera sobre el crecimiento económico⁷.

En los años transcurridos de la actual década, los efectos de la crisis financiera, en un entorno globalizado y con un aumento espectacular de los flujos financieros, han puesto en evidencia la insuficiencia de la balanza por cuenta corriente —concepto neto— para juzgar la capacidad financiera de los países y el riesgo de inestabilidad.

Una cuestión central es la distinción entre ahorro y capacidad financiera. El ahorro es producto o ingreso no consumido; la inversión no requiere ahorro sino capacidad financiera para llevarla a cabo, y esa capacidad es un concepto bruto, no neto, puesto que no es preciso que vaya asociado al proceso productivo sino que puede captarse en los mercados y emplearse en

⁶ Esta evolución ha sido cuidadosamente seguida en el libro de Chwieroth (2010).

⁷ Véase KOSE *et al.* para una revisión de la literatura anterior a la crisis.

la compra de activos reales y financieros ya existentes (Borio y Disyatat, 2015).

Como se ha señalado, la balanza por cuenta corriente, una «variable externa», es muy útil como indicador para analizar las razones inmediatas de una crisis externa, en el sentido de tener acceso a los mercados de capital, en la amplitud de los diferenciales de tipos de interés, en el riesgo de *default* o en la capacidad para recurrir a los programas del FMI. Pero una «variable interna», como el crédito, puede tener mucho más sentido como indicador clave para el análisis de las causas inmediatas de una «crisis interna», como perturbaciones en el sistema financiero nacional, pánicos bancarios, quiebras y otros fenómenos parecidos (Taylor, 2014, 204).

La distinción entre flujos netos (balanza por cuenta corriente) y los flujos brutos es cada vez más importante, dada la magnitud de estos flujos y su velocidad de crecimiento. Los flujos no se producen simplemente como consecuencia de desequilibrios en la balanza por cuenta corriente sino también para operaciones ligadas a la compra masiva de activos: «Los flujos brutos de entradas y salidas en los países desarrollados han pasado de 9,5 veces el producto nacional en los años 1970 a 37 veces en los años 2000. En los países intermedios han pasado de 2 veces en los años 1980 a 15 veces en los años 2000. Han crecido mucho más rápidamente que los flujos netos y con mayor volatilidad» (Turner, 2016, 153).

En la crisis financiera, que aún sufrimos, hemos tenido un buen ejemplo de los efectos de los flujos de capital, con independencia de la situación de las balanzas por cuenta corriente. Como han observado Gourinchas y Rey (2013, 52), la zona euro estaba prácticamente equilibrada en términos de balanza por cuenta corriente con Estados Unidos; sin embargo fue profundamente afectada por la convulsión de 2007-2008. En definitiva, la atención a la balanza por cuenta corriente sin considerar los flujos brutos puede llevar a un mal diagnóstico de la vulnerabilidad financiera (Avdjiev *et al.*, 2015).

La magnitud de los flujos financieros ha alcanzado tal nivel que genera preocupaciones sobre la seguridad nacional que implica esa dependencia. Cecchetti (2012, 4)

ha apuntado a la inquietud por asegurar el abastecimiento de alimentos, energía y tecnologías estratégicas. Se plantea si el mismo desasosiego debería extenderse a las finanzas: «¿... pueden los países llegar a ser vulnerables por la especialización excesiva en finanzas o por demasiada dependencia de gente fuera de sus fronteras para la provisión de servicios financieros? ¿Ha llegado demasiado lejos la globalización financiera en algunos países?».

La integración financiera ha sido defendida por economistas y reguladores apelando a la eficiencia en la asignación de los recursos y a la diversificación de los riesgos. En opinión de Passary y Rey (2015) los potenciales beneficios descritos por los libros de texto neoclásicos no se advierten en la realidad, pese al extraordinario incremento de los flujos financieros.

Se ha expuesto con contundencia: «Los argumentos de que los déficits por cuenta corriente se autocorrigen, de que los enormes flujos financieros internacionales promueven la eficiencia y la diversificación del riesgo, y que el propio interés del sector privado conlleva la asignación eficiente si los gobiernos no imponen distorsiones, todos ellos parecen cada vez más inaceptables, a la vista de la experiencia reciente... una lección de esta crisis es que los mercados financieros globalizados presentan un riesgo de inestabilidad potencial que no puede ignorarse» (Frieden *et al.*, 2012, 71).

Ante la cuestión de si es importante la balanza por cuenta corriente, Taylor (2014, 194) señala que las experiencias recientes de la crisis, tanto en el área euro como en Estados Unidos, inducen a pensar que todavía es importante. Pero en un mundo en el cual el apalancamiento del sector privado impulsado por el sistema bancario ha alcanzado niveles sin precedentes en las economías más avanzadas, no es lo único, ni incluso necesariamente la cuestión más importante que puede plantearse para evaluar riesgos macroeconómicos y financieros⁸.

⁸ Sobre este asunto, además de los trabajos citados, el lector interesado puede recurrir a BORIO (2014); BORIO, JAMES y SHIN (2014); GOURINCHAS (2011), y OBSTFELD (2011, 2012).

Stiglitz (2015, 20) ha señalado que los partidarios de la globalización y de la integración financiera aludían a las virtudes de la diversificación antes de la crisis; pero después cambiaron su atención hacia el efecto contagio, poniendo de relieve cómo las interrelaciones pueden conducir a la difusión de los problemas de un país a otro.

El argumento de los economistas en favor de la libertad de movimientos de capital en una economía nacional se extiende con mucha facilidad a la esfera internacional pese a que existen grandes diferencias. Los argumentos basados en la lógica microeconómica no consideran otros de orden macroeconómico, como el desempleo o la inestabilidad financiera (Epstein, 2010, 199).

Entre los flujos, el crédito es el más volátil y procíclico, ascendiendo con gran intensidad en las fases alcistas del ciclo y desplomándose con igual dramatismo en las coyunturas negativas (Rey, 2013, 295). El protagonismo de los bancos en los flujos internacionales de capital explica el énfasis de Shin (2011, 2012) en apuntar más a los excesos de capacidad de los bancos (*global banking glut*) que al exceso de ahorro (*global savings glut*) como responsables de la crisis financiera. No se trata, sin embargo, de todos los bancos: «En los últimos 30 años el sistema financiero internacional ha llegado a ser dominado por un número relativamente pequeño de grandes bancos domiciliados en unos pocos países avanzados» (Cecchetti, 2012, 4).

De manera que los protagonistas son los grandes bancos que operan a nivel internacional pero desde una base nacional. Sin embargo, cuando una entidad tiene problemas la responsabilidad de resolverlos recae sobre las autoridades nacionales. Como ha señalado Huertas, la quiebra de Lehman demostró que las instituciones financieras pueden tener una vida global, pero son nacionales en la muerte... Esto significa que los países en que operan pueden sufrir las consecuencias de decisiones de las autoridades nacionales del país en el cual el banco está domiciliado (2009, 6).

Comparto la protesta de Rodrik: «La nación Estado está pasada de moda. Las fronteras han desaparecido. La distancia ha muerto. La Tierra es plana...

¿Cuántas veces hemos oído estas o similares afirmaciones que anuncian o denuncian el amanecer de una nueva era de gobierno global? Y a pesar de ello, observamos cómo se han desarrollado los acontecimientos en la reciente crisis de 2007-2008. ¿Quién ha rescatado a los bancos globales para evitar que la crisis financiera llegara a ser un cataclismo todavía mayor? ¿Quién ha inyectado la liquidez necesaria para calmar a los mercados de crédito internacionales? ¿Quién ha estimulado la economía global a través de una expansión fiscal? ¿Quién ha proporcionado subsidios por desempleo y otras redes de seguridad para los trabajadores que han perdido su trabajo? ¿Quién está fijando las nuevas normas sobre compensación, adecuación del capital y liquidez para los grandes bancos? ¿A quién se le atribuye la mayor parte de la culpa de todo lo que ha ido mal antes, durante y después? La respuesta a cada una de estas preguntas es la misma: *gobiernos nacionales*... la responsabilidad última sigue siendo de los responsables políticos nacionales» (Rodrik, 2011, 227).

Además de los grandes bancos movilizados del crédito, la inversión institucional gestionada profesionalmente, especialmente fondos de pensiones y de inversión, ha tenido un crecimiento espectacular y es protagonista destacado en la cobertura de los mercados primario y secundario de bonos y acciones. Estas instituciones están en ocasiones ligadas a grupos financieros bancarios, y en buena medida actúan orientados por los grandes bancos de inversión. Los intereses y criterios que rigen la gestión de estas instituciones difieren sustancialmente de los utilizados por las específicamente bancarias. Aunque no puedo detenerme en el análisis de su actuación deseo dejar constancia de su progresiva importancia en la dirección de los flujos internacionales de capital⁹.

De manera que los bancos y las instituciones de inversión colectiva, esto es, agentes privados con sus propias normas y en dura competencia entre sí, son los

⁹ Recientemente HALDANE (2014) ha llamado la atención sobre la trascendencia de la inversión institucional gestionada profesionalmente. En mi libro (2015): *El protagonismo creciente de las familias* trato el tema, en especial pp. 61-68.

que constituyen, de hecho, el sistema financiero internacional. White (2014, 4) lo ha calificado como un «no-sistema» que carece de mecanismos de ajuste para las balanzas por cuenta corriente y con flujos de capital de gran magnitud que pueden ejercer efectos perversos sobre los países. «Está peligrosamente desanclado respecto del crédito y de la expansión monetaria, y carece de un prestamista internacional de última instancia. Las crisis se repetirán hasta que no se remedien esas deficiencias».

La crisis financiera ha puesto en cuestión la responsabilidad y fiabilidad del sector privado en los mercados internacionales: «Limitados a sus propios controles, los mercados globales han creado un desorden. Después de las tendencias liberalizadoras y desreguladoras de las pasadas décadas, muchos analistas y gestores políticos están reclamando que la autoridad pública se reconfirme en la arena financiera internacional» (Helleiner, 2010, p. 2).

Se echa en falta el establecimiento de un orden institucional global, que es un objetivo tan deseable como difícil de organizar. Lo que no es asumible es la vuelta atrás en la globalización, el retorno a las autoridades nacionales y a los controles de capital. Haldane (2014, 6) nos recuerda que la vuelta atrás de la primera globalización trajo el desorden monetario y provocó la Gran Depresión: «En la práctica, la experiencia histórica muestra que renunciar a la movilidad del capital no es fácil, que conlleva costes económicos y políticos. La movilidad del capital es la esencia de la globalización moderna. Es la manzana del Jardín del Edén: tiene un atractivo irresistible pero causa miseria y problemas constantes. Una vez probada, es muy duro escupirla de nuevo» (Bordo y James, 2015, p. 23).

La crisis asiática de 1997-1998 y, con mayor intensidad aún, la de 2007-2008, ha alimentado la idea de que es preciso un nuevo Bretton Woods que sustituya al no-sistema actual. La evocación es inevitable, pero en 1944 se dieron unas condiciones específicas que no se dan en la actualidad. Además, como ha puntualizado Helleiner (2010, 636), Bretton Woods puso en marcha un proceso que llevaría años en plasmarse en un

sistema financiero internacional. En cualquier caso, si se caminara en la dirección de una nueva organización internacional, sería preciso un largo período de duras negociaciones. Mientras tanto tenemos que afrontar el riesgo de inestabilidad del no-sistema actual.

El endeudamiento excesivo del sector bancario. Dependencia de los mercados

En mi libro *El protagonismo financiero de las familias* (2015) abordaba las razones por las cuales se había producido un crecimiento importantísimo de la deuda familiar. Consideré obligado entonces hacer referencia al comportamiento del resto de los agentes: sector público, empresas no financieras y sector financiero. Mi propósito aquí es centrar la atención de forma breve en el endeudamiento del sector bancario y en la dependencia de los mercados para financiar el incremento del crédito.

Desde la década de los años ochenta se había ido socavando el contenido de la legislación Glass-Steagall establecida en 1933; en noviembre de 1999 el Congreso de Estados Unidos la derogó finalmente. Puntos fundamentales de la Ley eran la separación de las actividades de la banca comercial y de la banca de inversión. Uno de los promotores de la iniciativa, el senador Phil Gramm, dejaba claro los objetivos que se perseguían con la derogación: «En los años treinta, en plena Depresión, cuando se aprobó la Ley Glass. Steagall, se creía que el Gobierno era la respuesta. Se pensaba que la estabilidad y el crecimiento económico precisaban de la vigilancia del Gobierno sobre el funcionamiento del mercado libre. Estamos aquí hoy para anular Glass-Steagall porque hemos aprendido que el Gobierno no es la respuesta. Hemos aprendido que la respuesta es la libertad y la competencia. Hemos aprendido que nosotros promovemos el crecimiento económico y la estabilidad por medio de la competencia y de la libertad» (Morgenson, 2011, 106).

Además de las medidas específicas de la legislación Glass-Steagall, el objetivo de fondo era reducir el grado de incertidumbre en una situación en la cual la estimación

del futuro era abiertamente pesimista. Se trataba de infundir certeza, de dar confianza. En uno de sus últimos trabajos Minsky (1996, 359) señalaba: «La tolerancia pública por la incertidumbre es limitada. El *New Deal* reestructuró el capitalismo creando instituciones que reducían la incertidumbre. La evolución de la economía ha disminuido la efectividad de las reformas del *New Deal* y el capitalismo de los gestores profesionales de las finanzas ha incrementado la incertidumbre de forma radical. Es necesaria la creación de nuevas instituciones económicas que disminuyan el impacto de la incertidumbre».

Una cuestión esencial es que legislación financiera de los años treinta pretendía limitar la competencia y los estímulos para aprovechar oportunidades evitando prestar de forma imprudente (Bhide, 2009, 230). En las tres últimas décadas, sin embargo, las evaluaciones de los créditos han pasado del juicio individual y el conocimiento directo del deudor, a plasmarse en activos susceptibles de ser adquiridos por los que no pueden, no desean o prefieren no realizar esa función evaluadora, descansando en las valoraciones de otros, o de los propios mercados, lo cual permite decidir eligiendo los activos sobre una base cuantitativa que se supone responde a la medición del riesgo.

En la génesis de la crisis financiera actual la sustitución de la evaluación directa y específica del riesgo, por métodos basados en la asignación de un número que mida la calidad del prestatario, ha tenido una importancia extraordinaria. De manera particular el método FICO¹⁰ tendría gran trascendencia en la hipotecas *subprime*. Se trataba ya del control según riesgo (*control-by-risk*) y el préstamo se decidía sobre la base de la gestión del crédito dentro ya de un espacio que permitía el cálculo numérico, lo que abría un amplio campo para crear múltiples opciones acomodando los préstamos a distintos niveles de riesgo. (Poon, 2009, 8): «Una vez que la calidad del crédito se expresa a través de una

escala estadística de medición de riesgo, se puede conceder crédito a personas de baja calidad como prestatarios, esto es, a los que no serían considerados «buenos créditos» desde el punto de vista de la selección tradicional; esta última puede considerarse una estrategia de *minimizar el riesgo*; el préstamo según la estadística es una estrategia de *gestión del riesgo*... Este desplazamiento, resultado de la fusión innovadora entre FICO y las agencias de *rating*, impulsó a las «subprime» desde un área especializada de préstamos de baja calidad hacia el pujante mercado financiero» (Ibidem, 31).

A finales de la década de 1990 las puntuaciones FICO se habían convertido en el patrón de medida permitiendo comparar la calidad de millones de préstamos, lo que hacía posible la estratificación en los diversos tramos de los valores respaldados por hipotecas. El método FICO fue un requisito esencial para inflar la burbuja (Mirowski, 2013, 179).

El paso hacia la cuantificación del riesgo, y la creación de productos derivados al respecto, tenía poderosos valedores. Seguramente el más significado era Greenspan (2005, 2): «El uso de una gama creciente de derivados y la aplicación de fórmulas más sofisticadas para medir y gestionar el riesgo son factores claves que están en la base de la mayor resistencia de nuestras principales instituciones financieras, como se ha puesto de relieve durante el ciclo de crédito de 2001-2002...».

El proceso de asignación del crédito por la banca tradicional tiene en cuenta las circunstancias individuales del prestatario y considera incertidumbres no cuantificables. De la misma forma, la relación estable con el cliente genera la confianza que se plasma en el depósito con el banco: «Los bancos cuyos préstamos exceden en gran medida de los recursos de sus depositantes con los que tiene relación duradera, han descubierto que es peligroso confiar en la financiación voluble de los mercados de dinero al por mayor» (Bhide, 2009, 243).

Stiglitz (2011, 27) ha señalado cómo el paso del predominio de los bancos hacia el de los mercados ha deteriorado la calidad de la información. La titulización no era indispensable para la dispersión del riesgo. El

¹⁰ La calificación FICO fue desarrollada por Fair Isaac & Co. Es un método para evaluar la posibilidad de que el prestatario del crédito atienda sus obligaciones.

predominio de los bancos en la sombra en la producción y distribución de los nuevos activos no podía sustituir la capacidad de recogida de información de la banca tradicional.

El declive de la banca tradicional y el auge de los mercados financieros ha sido destacado por Bernanke (2007, 6) como el cambio esencial que ha tenido lugar y lo equipara en importancia a lo acontecido con el *New Deal*. Como ha señalado Mehrling (2013, 269), en los 30 últimos años el préstamo bancario como base del crédito ha sido sustituido por los mercados. Por estas razones apunta Wolf: «Esta crisis financiera no es tan solo una crisis de hipotecas *subprime* o incluso una crisis de la banca en la sombra: es una crisis de todo el sistema de crédito basado en el mercado que hemos construido desde 1970» (2014, 204). Como advierte Bernanke (2010, 7), en la crisis actual los fondos de inversión de activos monetarios y sus inversores, así como otros proveedores de fondos a corto plazo, son el equivalente económico de los depósitos bancarios en los primeros años de la década de los treinta.

Cuando se consideran los sistemas financieros bajo el prisma de la estabilidad deja de ser evidente, en mi opinión, que su perfeccionamiento pase por un menor peso de la banca en favor del mayor protagonismo de los mercados. El escepticismo en relación a este asunto se percibe en la orientación y consideraciones de este trabajo. Un análisis interesado, como el presentado por Goldman Sachs (2015, 4), aboga por acelerar el paso hacia los mercados, achacando la reacción más débil de la economía de Europa respecto a la de Estados Unidos a la mayor dependencia bancaria de Europa, lo que explicaría la dimensión más reducida de las empresas y el menor vigor de su economía; otros factores como la regulación laboral y la segmentación de los mercados contribuyen al menor dinamismo europeo.

Permítaseme dos consideraciones al respecto: *i)* el mayor peso del sistema bancario europeo y la regulación laboral más estricta no son cuestiones independientes; conforman un todo y son reflejo de una concepción de la sociedad diferente de la norteamericana, y *ii)* el mayor

impacto de la crisis financiera actual sobre las entidades financieras europeas ha tenido su origen en la utilización inmoderada de los mercados monetarios americanos para comprar, precisamente, derivados de activos inmobiliarios de ese país. A propósito de este asunto Tarullo ha señalado: «Si hay una lección que puede sacarse de la crisis financiera, es que la rápida retirada de fondos a corto plazo por los proveedores puede provocar problemas sistémicos similares a los pánicos bancarios de los bancos tradicionales. Cuando los intermediarios financieros deben liquidar rápidamente una parte sustancial de los activos a largo plazo que ya no pueden financiar, el impacto incide sobre el conjunto del sistema financiero. El consiguiente declive del precio de los activos incrementa los márgenes requeridos de otros inversores que precisan vender a su vez... En el peor de los casos el resultado puede ser un desplome generalizado de la cotización de los activos y la desaparición de la liquidez como se observó en los momentos más duros de la crisis financiera» (2012, 9).

La crisis financiera actual ha inducido a economistas, alarmados por sus consecuencias, a revisar los planteamientos de maestros destacados que reflexionaron sobre la sobreabundancia de crédito que se había producido en otras ocasiones, en especial en los años previos a la Gran Depresión. La revisión se ha orientado sobre dos ejes fundamentales: *i)* el control de la capacidad del sistema bancario para la creación de crédito, y *ii)* el papel de la banca como institución financiera. Me referiré brevemente a ambos aspectos.

En las últimas décadas la atención de la profesión en el campo macroeconómico se ha centrado en la relación entre la oferta monetaria y el nivel de precios; el pasivo del balance de las entidades bancarias tenía, pues, singular importancia. Cuando esta relación se debilitó, se perdió interés por el análisis de las cantidades pero, como Turner (2013, 24) ha advertido, el objeto de análisis debería haberse trasladado hacia el activo de los balances bancarios, esto es, hacia el crédito y la acumulación de deuda. Aunque estas magnitudes no tuvieran relación directa con los precios a corto plazo,

sí la tendrían a largo plazo respecto a la estabilidad del sistema económico.

El crédito había merecido, sin embargo, la atención de economistas anteriores. Wicksell, Hayek y Fisher resaltaron lo especial del crédito bancario puesto que creaba dinero y poder de compra, y era una magnitud fundamental para explicar el ciclo económico aunque no tuviera relación directa e inmediata con la estabilidad de precios. Como destaca Turner: «El crédito es importante. Es fundamental para la creación de poder de compra y la demanda nominal: y llegó a ser incluso más importante en los 65 años desde la Segunda Guerra Mundial, particularmente desde la década de 1960 a 1970. Podía esperarse, por tanto, que la macroeconomía le hubiera dedicado incluso más atención. Sin embargo, la tendencia, aunque con algunas excepciones, ha ido en la dirección contraria» (Ibídem, 25).

En la década anterior a la crisis financiera de 2007-2008 el crecimiento del crédito se aceleró por tres razones según lo expone Turner (2016, 8): *i)* la importancia progresiva de la vivienda en las economías modernas, que suponen más del 50 por 100 de la riqueza total y absorben la mayor parte del crédito; *ii)* el incremento de la desigualdad de la renta que debilita la demanda efectiva a menos que sea compensada por un mayor endeudamiento de las familias, y *iii)* los desequilibrios globales en las balanzas por cuenta corriente que tenían que compensarse con la acumulación de deuda.

La alarma causada por el extraordinario crecimiento del crédito y la crisis financiera ha hecho que se revisen las propuestas de eliminación de la capacidad de creación de crédito que se realizaron en la Gran Depresión, en especial las asociadas con los miembros de la Universidad de Chicago. Uno de los principales exponentes de esta propuesta señalaba: «Un sistema de empresa no puede funcionar efectivamente en un clima de extrema incertidumbre por la acción de las autoridades monetarias... Debemos evitar una situación en la que cada iniciativa empresarial se convierta en una especulación sobre el futuro de la política monetaria. En el pasado, los Gobiernos no han aceptado su positiva

responsabilidad de controlar la moneda; se ha permitido que la iniciativa privada tenga demasiada libertad en determinar el carácter de nuestra estructura financiera y en dirigir los cambios en la cantidad de dinero y de sus sustitutos» (Simons, 1936, 338).

Lo que propuso el gran liberal que fue Simons es que las instituciones bancarias fueran obligadas a mantener la totalidad de los depósitos en el banco central de forma que fueran privadas de generar expansión con sus créditos. La idea era eliminar los créditos a corto plazo: «Lo más cercano al mejor sistema es aquel en el cual los contratos de crédito y préstamos se consideren solo por períodos largos, digamos por al menos 50 años» (Ibídem, 344)... «Cuanto más corto sea el período de los contratos monetarios, más inestable será la economía...» (Ibídem, 345).

Como ha señalado Turner (2012, 2): «La Escuela de Chicago se identificó correctamente con la valoración del mercado libre, los beneficios de la competencia, y el escepticismo respecto a una regulación excesiva. Y el economista Henry Simons es uno de los principales fundadores de la Escuela de Chicago. Pero Simons y otros teóricos partidarios del mercado libre como Irving Fisher creían que los mercados libres en banca eran tan especiales y peligrosos que deberían regularse estrictamente, hasta el punto de prácticamente abolirlos».

Es posible que con la herencia que nos ha dejado la tendencia central de la ciencia económica de exaltar la libertad del mercado y la defensa de la empresa privada, propuestas de control como la esbozada, produzcan sorpresa. No es mi caso, puesto que comparto con Simons la defensa de la libre empresa y la competencia; pero para que eso sea posible es necesario el control del crédito. Buena parte de los excesos de las últimas décadas provienen de extender los principios liberales y de competencia al campo financiero, considerando que es una actividad similar a los servicios y manufacturas. No es el momento de extenderme aquí en exponer las peculiaridades de las finanzas, pero señalaré que, con mi visión de la economía, no existe contradicción entre la defensa de la libre empresa y el control

estricto de las finanzas. Economistas como Bhagwati, Stiglitz y Minsky se mueven en la misma sintonía.

Las aportaciones de Simons tuvieron una gran influencia sobre Minsky y despertaron su interés por las finanzas, que mantendría toda su vida. Compartieron la idea de que el punto débil fundamental del capitalismo moderno era la estructura bancaria y financiera (Mehrling, 1999, 4). Ambos economistas sostenían que la economía americana estaba predispuesta a generar endógenamente *booms* y recesiones (Whalen, 1988, 535).

Aunque Minsky se inspirara en Simons, había diferencias significativas tanto en los planteamientos como en las conclusiones prácticas. Una diferencia esencial era la cuestión de la inestabilidad inherente del capitalismo. Simons consideraba que el sistema de economía de mercado era estable con tal de que el Gobierno controlara la creación de crédito del sistema bancario, y aportara la capacidad de compra suficiente en los mercados de capital. La posición de Minsky era más radical. La inestabilidad inherente del capitalismo la situaba no solo en el sistema financiero sino en los sectores industriales, de manera particular en los movimientos cíclicos de la inversión en las empresas no financieras. Las crisis financieras estaban provocadas más por el exceso de endeudamiento que por la liquidez de los bancos (Toporowski, 2010, 365).

La segunda diferencia es que la banca con el 100 por 100 de reservas para impedir la expansión sin control del crédito bancario no era conforme con la posición activista que Minsky asignaba a los bancos, los cuales no deben limitarse a gestionar la liquidez y el sistema de pagos (Kregel, 2012, 7). A este asunto aludiré a continuación.

Minsky tomó de Schumpeter (que fue su director de tesis) la idea del carácter activo de los bancos en el desarrollo económico. Para Schumpeter, al igual que el flujo circular de renta es quebrado por la innovación, la neutralidad del dinero es alterada por el papel decisivo de los bancos. El banquero es el capitalista por excelencia, el guardián del sistema capaz de producir una mercancía que es el poder de compra que hace posible la materialización de la innovación.

«La fuerte influencia de muchos elementos teóricos de Schumpeter son evidentes en el análisis de Minsky: la importancia de las finanzas, las innovaciones inducidas endógenamente, y el comportamiento cíclico respondiendo a los resultados, al tiempo que influyen en ellos» (Papadimitrou y Wray, 2010, 7).

También ejercieron influencia sobre Minsky los trabajos de Gurley y Shaw (1955, 1967) que habían criticado la escasa atención que la literatura económica había prestado a los aspectos financieros. Especial trascendencia asignaban a los bancos, capaces de crear poder de compra, que eran los responsables de la calidad en la asignación de los recursos.

Minsky era decidido partidario de la banca relacional de tamaño medio capaz de prestar toda la gama de servicios y tener un conocimiento directo de la clientela. No creía que las economías de escala justificaran la existencia de grandes entidades ni defendía su expansión internacional (Wray, 2010, 2016).

No pretendo defender aquí las posiciones expuestas que requerirían un análisis extenso, detallado y riguroso. Mi propósito es únicamente destacar que la crisis financiera actual no solamente ha inducido a rechazar las ideas que han conformado las finanzas en los últimos 40 años, sino que ha buscado inspiración en análisis y enfoques precedentes. Turner (2016, 18) lo expone con claridad: «A la vista del desastre de 1929-1933, los economistas que estaban fuertemente comprometidos con el libre mercado y con las finanzas sanas, apoyaron la combinación radical de bancos con el 100 por 100 de los depósitos en reservas y la emisión de dinero a través de la financiación de los déficits públicos. La crisis de 2007-2008 nos ha ilustrado de nuevo sobre el daño que puede causar el crédito privado asociado a la creación de dinero. ¿Es tiempo de volver al radicalismo de I. Fisher, H. Simons y el primer M. Friedman?».

De manera que el balance de los bancos de los países desarrollados aumentó de forma extraordinaria en los años anteriores a la crisis, apoyados en la captación de recursos en los mercados. Geithner (2014, 389) ha apuntado cómo en la génesis de la crisis tuvo especial

importancia el exceso de confianza que alimentó «una explosión de crédito en la economía y en el apalancamiento del sector financiero. Buena parte de ese apalancamiento estaba financiado por recursos a corto plazo no asegurados que podrían retirarse en cualquier momento». Según el Informe McKinsey (2015, 15) en el período 2000-2007 la deuda del sector financiero pasó del 56 al 71 por 100 del producto nacional.

En el sector bancario se ha producido, al tiempo, un intenso proceso de concentración. Entre 1970 y 2010 los activos de los cinco mayores bancos de Estados Unidos pasaron del 17 al 52 por 100 del conjunto del sector bancario (Rosenblum, 2011, 6). Los seis bancos más importantes de los Estados Unidos crecieron en tamaño un 37 por 100 entre 2008-2009 (punto culminante de la crisis) y finales de 2013. Los problemas potenciales de los principales bancos considerados demasiado grandes para permitir su quiebra son ahora mucho mayores que los existentes en 2008 cuando quebró Lehman Brothers (Admati y Hellwig, 2013, 12). No puede decirse que las prevenciones sobre la dimensión de las grandes entidades hayan tenido gran éxito.

Cambios en las ideas sobre las finanzas

La crisis de 2007-2008 no fue solamente de las finanzas y de la economía, fue también una crisis de la economía como disciplina. La cuestión no era que los modelos utilizados por la ortodoxia fueran incapaces de predecir o anticipar la crisis, es que no consideraban la posibilidad de que pudiera producirse. Puesto que los mercados se suponía que eran eficientes, la perturbación tendría que ser exógena (Stiglitz, 2015, 43). Solo una minoría de economistas, poco apreciados por el núcleo central de la profesión, denunciaba la posibilidad de que la crisis la engendrara el propio sistema financiero.

Es comprensible que hubiera acuerdo básico en el funcionamiento ordenado del sistema financiero, y que se contemplara a la minoría herética como descontentos profesionales. Como ha señalado UE. Reinhart (2009, 2):

«Simplemente no es fácil aceptar el hecho de que nuestro sector bancario del Siglo XXI, dirigido como estaba por graduados de las mejores escuelas de negocios, apoyados por experimentados ingenieros financieros, y vigilados durante las veinticuatro horas por miles de supuestamente brillantes analistas financieros, se inmolaran ellos mismos con activos de alta toxicidad, comprados con dinero prestado, y en el proceso infectaran la economía del mundo entero».

Ayuda a comprender la situación si se considera el núcleo dominante de la profesión de los economistas desde una perspectiva sociológica. Habían constituido «una especie de politburó del pensamiento económico correcto» (Mirowski, 2013, 224). Como señala este autor: «La captura cognitiva del sector (financiero) por el complejo de reguladores y banqueros contribuyó al declive de la profesión».

Naturalmente que hubo economistas que advirtieron y denunciaron la inestabilidad e insostenibilidad de la acumulación de deuda, y de las prácticas que intentaban reducir las situaciones de incertidumbre a posiciones de riesgo susceptibles de medición. Su influencia era escasa, así como muy limitado su acceso a las revistas más respetadas, aunque la experiencia de la crisis financiera ha puesto de relieve la importancia de sus aportaciones¹¹. Uno cuya obra ha sido reivindicada con motivo de la crisis es Minsky, al que ya he hecho referencia. Galbraith sintetiza así su aportación: «El análisis de Minsky muestra que la inestabilidad financiera del capitalismo es no solo inevitable, sino intrínseca: la inestabilidad procede de su funcionamiento interno y no requiere perturbaciones externas o *shocks*». No existe un sendero de crecimiento en equilibrio, sostenido indefinidamente. Tenemos poco tiempo para cambiar el sistema, pero la responsabilidad pública es regular el comportamiento de las finanzas, limitando la especulación y moderar tanto como sea posible la fase expansiva del ciclo» (2009, 92).

¹¹ En mi trabajo: «España, una recesión de balance» destaco las aportaciones de un grupo de economistas ligados al Bank for International Settlement (BIS). TORRERO (2015) pp. 75-76.

Krugman (2011) ha criticado con aspereza el papel de los economistas en los excesos de las finanzas que condujeron a la crisis. Señala que los economistas teníamos a nuestra disposición suficientes aportaciones como para haber frenado la desmesura de los riesgos asumidos. No ha sido así, y lo achaca a que la mayor parte de la profesión estaba prisionera del espíritu de los tiempos con su fe en la sabiduría de los mercados y del sector financiero. A su juicio, los economistas hubieran respondido mejor si la macroeconomía aplicada hubiera sido la existente hasta 1948 cuando Samuelson publicó la primera edición de su famoso manual.

Como ha señalado Turner (2013, 27), Kindleberger en 1978¹² nos dejó una descripción histórica de la realidad, mostrando cómo los *booms* y desplomes financieros hacían un enorme daño; en los años setenta y ochenta el clima intelectual cambió decisivamente hacia otra dirección. La intermediación financiera y el sector bancario desaparecieron de la mayor parte de los modelos macroeconómicos. Tres factores ayudan a explicar esta desafortunada desaparición:

— El impacto del teorema de Modigliani y Miller que parecía probar la independencia de las decisiones económicas de la estructura financiera de las empresas.

— La revolución metodológica en macroeconomía, con el intento de basarla en fundamentos matemáticos microeconómicos. El sistema financiero quedaba marginado.

— Las técnicas econométricas avanzadas parecían probar una relación causal estrecha entre las fluctuaciones de la oferta monetaria y el nivel de precios¹³.

Está justificada la opinión de Borio (2013, 2); lo que ha cambiado en las últimas décadas es la perspectiva

con la cual consideramos los datos y hechos económicos: «Pero el fracaso para anticipar esta crisis, y otras anteriores, no proviene de *estadísticas* erróneas. Tiene su origen más bien en las *lentes* erróneas a través de las cuales las examinamos. En último término, vemos lo que deseamos ver».

Muchas ideas que se tenían por sólidas y probadas están siendo puestas en cuestión por la crisis. Qiggin (2009, 239) enumera las siguientes: *i)* la hipótesis de los mercados eficientes; *ii)* la Gran Moderación; *iii)* la independencia de los bancos centrales; *iv)* la difusión automática del crecimiento económico; *v)* los procesos de privatización, y *vi)* las bondades atribuidas a los planes de pensiones individuales.

Un economista, poco sospechoso de heterodoxia, ha analizado las limitaciones del enfoque predominante en macroeconomía. Reconoce que las intuiciones y aportaciones de la «periferia» del núcleo esencial de pensamiento han probado ser más útiles que los macromodelos para ayudarnos a entender los eventos significativos: «Por ejemplo, en el entorno de la crisis económica y financiera actual, la periferia nos ha proporcionado un marco de referencia para comprender fenómenos tales como burbujas especulativas, ciclo de apalancamiento, ventas compulsivas, huida hacia la calidad, márgenes —y colaterales que provocan reacciones en espiral, pánicos por la liquidez, y otras— fenómenos que jugaron un papel central en llevar a la economía mundial al borde de una severa depresión. Esta literatura nos proporcionó la base para las políticas utilizadas en la contención de la crisis. En conjunto, creo que sería bueno para la macroeconomía reorientar una parte importante del capital humano en esa dirección, no solo por el estudio de las crisis sino también por su perspectiva más amplia» (Caballero, 2010, 4).

En la ortodoxia anterior a la crisis dos proposiciones teóricas ocupaban el papel central tanto en finanzas como en macroeconomía: la hipótesis de los mercados eficientes (EMH) y la de las expectativas racionales (REH). Como es sabido, la idea fundamental de la

¹² Se refiere a *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Palgrave MacMillan, New York, 1978. Edición en español: Ariel, Barcelona, 1991.

¹³ Los tres puntos citados son un extracto de la exposición de TURNER (2013, p. 27). Este autor toma como referencia el importante trabajo de GERTLER (1988) al que remito al lector interesado en ampliar los puntos expuestos.

EMH es que toda la información pública disponible está reflejada en las cotizaciones¹⁴.

La EMH se fundamenta en tres principios: la gente es en general racional; si hay comportamientos irracionales, las decisiones compradoras y vendedoras no afectan a las cotizaciones; aun cuando hubiera suficientes inversores irracionales que produjeran divergencias de los precios racionales, la acción de los arbitrajistas racionales aseguraría la reconducción de las desviaciones.

En cuanto a la REH se asume la racionalidad de la conducta y sugiere que la inestabilidad macroeconómica solo puede ser producida por *shocks* exógenos (nuevos descubrimientos de recursos o tecnologías), cuyo impacto no es probable que sea muy grande, o por el perjuicio de intervenciones no anticipadas de los Gobiernos (Turner, 2013, 37).

Según Gilson y Kraakman (2014, 5) la gestación de la EMH es académica, aunque ha sido aprovechada políticamente: «La EMH fue secuestrada por una poderosa clientela política durante la era Reagan, si no antes, y fue transformada, al menos en los ojos del público, desde una teoría académica importante pero limitada de la incidencia de la información sobre los precios del mercado a una amplia justificación ideológica para situar a los mercados con respecto a la regulación. En este sentido la EMH fue objeto, en sí misma, de una burbuja artificial».

La ideología de las finanzas modernas ha ejercido una profunda influencia sobre la regulación de los mercados e instituciones financieras. El punto más importante es justificar la conveniencia social, puesto que los mercados liberalizados constituyen la fuerza directriz de las propuestas de desregulación: «Este fundamentalismo de mercado estaba basado en la convicción de que los particulares racionales y perfectamente informados —utilizando sofisticados métodos cuantitativos e instrumentos e innovaciones financieras que posibilitan esos métodos— habían conseguido domesticar el riesgo. La regulación

pública, por tanto, fue relegada, en buena medida, a un papel de apoyo: principalmente, al cuidado de los derechos privados de propiedad y la eficiencia necesaria en el cumplimiento de los contratos para apoyar la adopción privada del riesgo» (Awrey, 2012, 237).

Como han señalado Johnson y Kwak (2010, 70): «La EMH, como la doctrina de la libre circulación del capital, proporcionó la munición adecuada para cualquiera que deseara argüir que debería permitirse a los bancos hacer lo que quisieran como desearan, que las innovaciones financieras eran necesariamente buenas, y que los mercados financieros en libertad producían resultados sociales óptimos».

Pese a los evidentes fracasos en las décadas anteriores a la crisis, la EMH se mantuvo en el centro de la teoría monetaria y de la macroeconómica en general. Hubo sin embargo economistas importantes disidentes como Tobin, Shiller, Akerlof, Minsky, Stiglitz y los defensores del enfoque *behaviourist*, pero su influencia fue muy limitada. Buitter (2009, 2) resalta cómo economistas como Goodhart, escéptico respecto a la corriente dominante, apuntó que el modelo *Dynamic Stochastic General Equilibrium* excluía todo lo que le parecía interesante. Concluye Buitter dándole la razón puesto que el modelo no tiene en cuenta todo lo que es relevante para conseguir la estabilidad financiera.

En lo que parece una nueva síntesis, Samuelson sentenció que la bolsa es «microeficiente» pero «macroineficiente», esto es, que la EMH funcionaba mucho mejor para acciones individuales que para el conjunto del mercado (Jung y Shiller, 2006, 221).

Dificultad de comprender las complejas relaciones entre intermediarios, mercados y el sector real de la economía

Es bien conocida la sorpresa y el desconcierto de la reina de Inglaterra ante el hecho de que tantos economistas como hay no pudieran anticipar una perturbación tan grave, y tomar medidas previas para evitarla.

¹⁴ Ver en este sentido TORRERO (2015, pp. 34-38).

Ante esta cuestión el espectro de opiniones entre los economistas profesionales es muy amplio. Con la experiencia de la crisis, dos extremos han quedado en evidencia. De una parte, la confiada opinión de Lucas de que el dragón cíclico había sido vencido, como triunfalmente expuso nada menos que ante la American Economic Association en enero de 2003. De otra, los que creen posible fechar los trastornos, tener capacidad de adivinación.

Entre la negación de que el fenómeno pueda producirse, y la creencia de que es posible fijar con precisión el comienzo de la alteración, hay una gama con muchos matices. Ambos extremos son refutados por la experiencia más palmaria. Las crisis financieras se producen con frecuencia y en una gran variedad de circunstancias, aunque sea posible extraer factores comunes que, de manera inmediata, exigen matizaciones para la comprensión de cada situación concreta.

En cuanto a la capacidad de adivinación, quienes se atreven a ejercerla están más en el campo de los vendedores de pócimas milagrosas que en el mucho más modesto de la ciencia económica. Incluso, sin entrar en precisiones de fechas, pronunciarse sobre la cercanía o inminencia de una crisis financiera es una pretensión que difícilmente puede justificarse por las posibilidades de la ciencia. Suscribo la opinión de que «la mayoría de las crisis son por su propia naturaleza impredecibles. La creencia de que pueden ser previstas es realmente una falacia positivista basada en la falsa analogía de la economía con el mundo de la física» (Saint-Paul, 2009, 2).

La ciencia económica es una disciplina modesta que intenta comprender una realidad extremadamente compleja. Aunque no se pueda prever con precisión, sí es posible, a mi juicio, analizar mediante el estudio de cada situación concreta si una tendencia conduce a la acumulación de excesos difícilmente sostenibles en el largo plazo.

Hago esta consideración por dos motivos. El primero, que en ésta, como en todas la crisis, las

profecías erradas son llamativas y numerosas¹⁵; no tengo interés en hacer un inventario de las mismas; también hay que valorar positivamente los pronunciamientos que sin pretensiones de exactitud denuncian desequilibrios susceptibles de generar problemas. El segundo, que ante la complejidad y la dificultad de comprensión es normal que se acepte la propia limitación pero se piense que mentes más poderosas, con mejor información y equipos de análisis más sofisticados, son capaces de comprender fenómenos tan complejos. Ese es el trasfondo de la breve exposición de este apartado. La crisis financiera sorprendió por su intensidad y alcance, pero, sobre todo, porque no se comprendió la interrelación entre instituciones y mercados.

Por eso, no debe asombrar que las personas al frente de las instituciones más potentes, respaldadas por los servicios de estudios más completos y sofisticados, se sorprendieran ante el comportamiento de los mercados y la interrelación de las instituciones, y fueran a remolque de los acontecimientos. *En definitiva, en la crisis financiera no había nadie que tuviera una comprensión cabal de lo que estaba sucediendo.* Añado que ahora tampoco.

Las personas que estuvieron al frente de las instituciones más importantes de Estados Unidos en el período anterior a la crisis y durante los años más duros fueron Greenspan, Paulson, Geithner y Bernanke. Permítaseme una breve referencia que sirva para ilustrar la opinión que he expuesto.

El protagonismo de Greenspan fue decisivo en las medidas regulatorias que inspiró durante su largo e influyente mandato (1987-2006)¹⁶. La actuación y las opiniones de Greenspan las he expuesto en mis

¹⁵ Los inventarios de los errores de previsión son muy numerosos. El lector interesado puede recurrir al libro de JOHNSON y KWAK (2010) en especial pp. 91-107. GREENSPAN (2013) recoge los errores de las principales instituciones. p.89.

¹⁶ El libro de WOODWARD (2000): *Maestro: Greenpan's Fed and the American Boom* es una biografía cuyo título ya da idea de la trascendencia de Greenspan en la economía y en las finanzas de Estados Unidos.

libros dedicados al análisis de la crisis actual¹⁷; aludiré aquí, solamente, a la evolución más reciente de su pensamiento que enlaza con el objetivo de este apartado.

En el año 2008 ante la Comisión del Congreso de Estados Unidos, Greenspan hizo unas declaraciones que produjeron gran conmoción. En esencia, se sentía desencantado y alarmado porque había depositado una confianza, que ahora creía errónea, en la capacidad de gestión del riesgo de los agentes económicos; también se había equivocado en su convicción de que la vigilancia de contrapartida en las operaciones financieras era suficiente para que los implicados, por su propio interés, velaran y corrigieran los excesos. Lo que había fallado —según Greenspan— no era la capacidad de los modelos para formular previsiones razonables sino que estos no habían incorporado factores irracionales (los *animal spirits* de Keynes).

En los años siguientes Greenspan perfila su posición respecto a la capacidad de previsión de los modelos. El objetivo esencial debería ser incorporar esas variables a los existentes: «Pero ahora, después de estudiar detenidamente durante varios años las manifestaciones de los *animal spirits* durante períodos de crisis severas, estoy considerando la idea de que hay algo más sistemático en el comportamiento irracional de la gente, especialmente en períodos de tensión económica extrema, que lo que había considerado con anterioridad. En otras palabras, este comportamiento puede ser medido e incorporarlo como parte integral del proceso de previsión económica y en la formulación de la política económica» (Greenspan, 2013, 9).

El tiempo dirá si el renovado optimismo de Greenspan está justificado; si las finanzas se incorporan a los modelos vigentes y si los nuevos modelos ayudan a la prevención de futuras crisis o a suavizar sus efectos cuando se produzcan.

Las memorias de Paulson (2010) muestran con claridad el desconocimiento del secretario del Tesoro (antes CEO de Goldman Sachs) de las interrelaciones básicas entre las instituciones financieras. Como he destacado en otra ocasión Paulson (2011, 34) no era consciente ni de las implicaciones de la caída de Lehman para AIG, ni de las consecuencias inmediatas y gravísimas que producirían en la banca de inversión la eventual quiebra de esa empresa de seguros. Kotlikoff (2010, 28) refiere una conversación en la cual Paulson manifiesta su sorpresa puesto que creía reguladas las operaciones de *Credit Default Swaps* (CDS) por la New York State Insurance Commission.

Paulson (2010, 47) refiere, en su biografía, cómo en una conversación con el presidente Bush, en agosto de 2006, en el repaso de la situación económica y financiera, no hizo referencia al mercado inmobiliario: «En mi presentación no mencione problemas en la vivienda o en las hipotecas». En vísperas de la caída de Lehman y con los problemas acuciantes de AIG, refiere una conversación con su esposa: «¿Qué sucede si el sistema colapsa? Todo el mundo me mira y no tengo la respuesta. Estoy realmente asustado» (Ibíd., 215).

Kaletsy (2010, 1) ha señalado que el 15 de septiembre de 2008 la quiebra de Lehman Brothers no fue simplemente la de un banco o un sistema financiero. Lo que cayó ese día fue una filosofía política y del sistema económico, una forma de pensar y de vivir en el mundo.

Este autor juzga con dureza la actuación de Paulson en la crisis financiera. Con anterioridad a la crisis se había generalizado reflejar contablemente los activos según los precios del mercado (*mark-to-market*). El mantenimiento radical de este principio en las crisis fue una razón fundamental para su agravamiento. Debería haberse adoptado una actitud similar a la empleada en la crisis de 1982-1989 en la que, con el plan Brady, se dio tiempo a los bancos americanos con activos de los países emergentes para recomponer sus balances, evitando la quiebra inmediata que hubiera supuesto la valoración a precios de mercado (Ibíd., 248).

¹⁷ He hecho referencia a las ideas y posiciones de Greenspan en mis libros: (2011, pp. 100-102), (2012, pp. 74-75), (2013a, pp. 100-102, 150), (2013b, pp. 100-102) y (2015, pp. 92-93).

De las memorias de estos protagonistas me han sorprendido muy positivamente las de Geithner (2014). En mi opinión ha sido un personaje sensato, pragmático y resolutivo. Con una formación internacional variada, no era un hombre de Wall Street, ni del mundo académico, ni tampoco de la Reserva Federal. Si tuviera que calificarlo diría que es un funcionario independiente de alto nivel. Sobre su aproximación a la crisis, el lector comprenderá de inmediato mi sintonía con él.

«Creía que la explicación mejor del problema esencial consistía en una serie de excesos, en particular un exceso de confianza general propiciada por un largo período de estabilidad que presuponía la continuidad. Mientras estaba luchando en Asia, leí la clásica historia financiera de Kindleberger de las crisis financieras, «Manías, Pánicos y Cracs», y su explicación de las crisis recurrentes a lo largo de los siglos era la más consistente con la que había observado... Como el economista americano H. Minsky expuso en una obra que leería diez años más tarde¹⁸ la estabilidad podía producir una confianza excesiva que sería la semilla de la inestabilidad futura...» (Geithner, 2014, 68).

Expone Geithner con toda claridad que aunque algunos denunciaron signos de debilidad en el mercado de la vivienda, lo que no se previó fue que la caída de los precios se tradujera en impagos de las hipotecas que pudieran provocar problemas en el sistema bancario porque «no examinamos la posibilidad de que los temores asociados con las hipotecas *subprime* y la caída general de los precios de la vivienda pudieran detonar un pánico financiero clásico, seguido de un desplome en la riqueza de las familias y un colapso general de la economía» (Ibídem, 113).

Termino esta breve referencia a Geithner con el análisis que realiza de las razones de la crisis, que toma como punto de partida creencias y convicciones: «Pero de nuevo, la teoría más poderosa de la crisis era simple. El

comienzo fue una manía duradera de exceso de confianza, la extendida creencia de que el precio de las casas no caería, que las recesiones serían suaves, y que los mercados permanecerían líquidos. La manía impulsó el endeudamiento, el apalancamiento excesivo, demasiada financiación inestable a corto plazo, y mucho de todo esto se produjo fuera del sistema bancario tradicional» (Ibídem, 394).

El último protagonista del cual revisaré sus ideas, limitándome a la complejidad y dificultad de comprensión del mundo financiero, es Bernanke. Su perfil es diferente al de Paulson, Greenspan y Geithner. Bernanke es un académico con una gran reputación labrada en buena medida con sus estudios sobre la Gran Depresión¹⁹, lo cual le sería especialmente útil para afrontar la difícilísima crisis financiera, cuando fue consciente de su gravedad.

En su biografía (2015, 70) marca la distancia en relación a su antecesor Greenspan. No tiene el mismo grado de confianza en la capacidad autoregulatoria de los mercados, ni su visión libertaria: «Yo había leído a Ayn Rand, la gurú de Greenspan, en mi juventud pero sin exagerar la nota libertaria». Siendo un firme partidario de dejar actuar las fuerzas del mercado era más comprensivo con las prohibiciones de productos financieros opacos (Ibídem, 100).

En su comparecencia en el Senado para confirmar su nombramiento el 1 de diciembre de 2009, el senador DeMint detalló cuatro errores de predicción que había cometido Bernanke entre mayo de 2007 y julio de 2008²⁰. Lo que me interesa destacar es la contestación de éste: «... La tupida red de relaciones entre empresas financieras reguladas con otras instituciones y *conduits*²¹, y la importancia de los efectos interrelacionados entre el sector financiero y la economía real no

¹⁸ GEITHNER en sus memorias (2014) precisa que leyó a MINSKY en el año 2007 (p. 392). BERNANKE en las suyas (2015) alude de pasada a MINSKY (p. 82) y no cita a KINDLEBERGER.

¹⁹ En mi libro (2015, pp. 78, 84 y 85) hago referencia a las aportaciones de Bernanke sobre la Gran Depresión.

²⁰ El lector interesado en conocer con detalle los errores imputados puede consultar BERNANKE (2009, p. 20).

²¹ Intermediario financiero, como un *special-purpose vehicle* (SPV) o un *special investment vehicle* (SIV), que adquiere activos financiándolos con emisiones de papel comercial.

comprendidos por completo por reguladores o inversores, tanto aquí como en el extranjero. Nuestro fracaso en predecir la severidad de la crisis, particularmente su agravamiento en el otoño de 2008²², fue la principal razón de los errores de predicción citados por el Senador DeMint» (Bernanke, 2009, 20).

Bernanke se refiere en repetidas ocasiones a la complejidad que entrañaba la crisis. De manera particular insiste en que se tenía conocimiento de la mayor parte de las piezas del *puzzle*, «pero fracasamos en entender —«fracasamos en imaginar» podría expresarlo mejor— que podía compararse, incluso superar, a la crisis financiera con la que comenzó la Gran Depresión» (Bernanke, 2015, 82).

Los aspectos financieros no se situaban en el centro de la atención de la Reserva Federal. Fligstein *et al.* (2014, 5) señalan que el Federal Open Market Committee (FOMC) raramente dedicaba atención sostenida al sector financiero, de manera que eran escasamente receptivos a las vías por las cuales la economía real se había integrado en la economía financiera. Bernanke (2014, 5) confesaba: «En el otoño de 2007, observábamos, obviamente, las tensiones en los mercados, pero en ese momento no estaba claro si anunciaban el comienzo de algo más grande o si era algo parecido a algunas de las perturbaciones que habíamos visto en los noventa, por ejemplo, como la crisis de la deuda en Rusia».

La complejidad explica la dificultad de predicción por la inmensa mayoría de los economistas profesionales. Los que lanzaron avisos identificaban debilidades concretas pero no las interrelaciones entre mercados e instituciones. Es fácil advertir síntomas de vulnerabilidad como el incremento del precio de los activos y el alto nivel de apalancamiento, pero lo difícil es predecir con algún rigor si estos excesos provocan una crisis, ni el momento en que puede producirse. Ningún conjunto de indicadores ha probado su validez para predecir los varios tipos de crisis (Claessens y Kose, 2013, 35).

²² Como he señalado, la quiebra de Lehman Brothers se produjo el 15 de septiembre de 2008.

Bernanke defiende, sin embargo, la validez del análisis económico que ha demostrado y seguirá demostrando su validez para comprender la crisis, desarrollar políticas para contenerla y diseñar soluciones a largo plazo para prevenir su recurrencia (Bernanke, 2010, 4).

La crisis ha puesto de relieve la dificultad de comprender el alcance de los efectos, las reacciones de los inversores y de los mercados. La breve síntesis realizada del testimonio de los principales protagonistas creo que muestra con claridad que no había *nadie* que tuviera la comprensión completa de las fuerzas desatadas, y por tanto *nadie* controlaba la situación. Las autoridades tomaron medidas sobre la marcha, con datos fragmentarios y sin conocimiento probado de las consecuencias de sus decisiones. Afortunadamente se contuvo la recesión, sobre todo en Estados Unidos, pero se desconocen los efectos a largo plazo de la expansión cuantitativa. En cualquier caso, el temor a que vuelva a producirse otra gran depresión parece haber desaparecido, según la opinión general.

Una consecuencia de la Gran Depresión de la década de los treinta fue el descrédito de las finanzas y de lo financiero; la legislación de los primeros años de ese decenio es reflejo de la desconfianza. En la crisis actual, después de una primera ola de desprestigio y denuncias de los excesos en las remuneraciones de los altos ejecutivos, la situación se ha normalizado, entendiendo por tal la vuelta al protagonismo de las finanzas anterior a la crisis, aunque persisten cicatrices que han afectado al mundo financiero y también a la reputación de los economistas como profesión.

La experiencia de la crisis creo que nos sitúa ante la disyuntiva siguiente:

— Si se entiende que la crisis ha sido un accidente, aunque mucho más grave que las perturbaciones anteriores, que se producen con periodicidad, entonces de lo que se trata es de mejorar las regulaciones y los mecanismos de supervisión para taponar las grietas que las han provocado. La más importante es incorporar a los modelos macroeconómicos el sector financiero.

La versión de que fue un terrible accidente es la sostenida por las personalidades financieras más influyentes, que incluyen: «... el secretario del tesoro Timothy Geithner y sus predecesores Hank Paulson y Robert Rubin, Ben Bernanke, presidente de la Fed, y su predecesor A. Greenspan, forman el coro... Greenspan ha comparado la crisis financiera con una 'clásica burbuja eufórica' y con una 'inundación que se produce cada cien años'» (Barth *et al.*, 2012,1).

— Si se considera que la progresiva complejidad de las finanzas no es positiva, que su sobredimensionamiento resta impulso al crecimiento económico y que seguimos expuestos al riesgo sistémico, entonces el objetivo debería ser reducir la complejidad, la dimensión y extremar la supervisión de todas las entidades que integran el sistema financiero.

La posición mayoritaria, y que se ha plasmado en regulaciones más completas y detalladas para evitar los fallos detectados en la crisis, es, sin duda, la primera. Según esa lectura la crisis habría sido un accidente en la carrera del progreso, como sucede con los nuevos inventos propensos a los accidentes en la primera fase de experimentación y de uso comercial (el ejemplo de los automóviles y el de la aviación comercial son los más citados).

Las nuevas disposiciones para cubrir las debilidades observadas se plasmaron en la Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y Protección al Consumidor (2010) que engloba un conjunto de disposiciones, muchas de las cuales no están desarrolladas y otras están en vías de elaboración. Rogoff (2012, 20) ha señalado que la complejidad legislativa está creciendo exponencialmente. La Ley Glass-Steagall de 1933 tenía apenas 37 páginas y ayudó a generar estabilidad financiera durante la mayor parte de un período de 70 años; la ley Dodd-Frank tiene 848 páginas y exige de las agencias reguladoras disposiciones adicionales con reglas más detalladas. La expectativa es que se aproxime a las 30.000 páginas. Wolf (2014) afirma que el reglamento europeo será aún mayor; Haldane (2012, 11) cree que podría llegar a las 60.000 páginas. «La legislación y la regulación

generadas después de la crisis esencialmente sirvieron como un parche para preservar el *statu quo*. Los políticos y los reguladores no tienen ni la valentía política ni la convicción intelectual necesaria para volver a un sistema mucho más claro y mucho más sencillo» (Rogoff, 2012, 20).

Uno de los objetivos más destacados de la Ley Dodd-Frank es poner coto a la doctrina *Too big to fail*. El juicio que merece esta pretensión para el Financial Services Committee es durísimo y la consideran un fracaso: «Las grandes instituciones financieras en América siguen siendo *too big to fail*, de hecho son incluso más grandes ahora de lo que fueron en el centro de la crisis» (Financial Services Committee, 2012, 2).

Con dureza similar se pronuncia Cochrane (2014, 37): «Así, con la Dodd-Frank tendremos probablemente dentro de 30 años un sistema financiero dominado por los seis grandes bancos que tenemos hoy, protegidos de la innovación y competencia, subsidiados por el Gobierno para que sean rentables, aunque ocasionalmente penalizados por procesos llamativos cuando vulneren la línea política, y comprometidos en una batalla constante de ingenio con los reguladores discrecionales».

El trabajo de Haldane (2012, 5) se decanta con convicción y claridad por la simplificación de un mundo financiero excesivamente complejo: «El mensaje general aquí es que cuanto más complejo sea el entorno, mayores son los peligros de controlar esa complejidad... En un entorno complejo las reglas para decidir basadas en una, o unas pocas buenas razones pueden ser mejores que alternativas sofisticadas. Menos puede ser más».

Destaca el autor citado el incremento de personal dedicado a la regulación y supervisión bancaria. En 1970 la supervisión del Banco de Inglaterra la realizaban 30 empleados. En 1980 había un regulador por cada 11.000 personas empleadas en finanzas en Reino Unido; en 2011 había un regulador por cada 300. En Estados Unidos la tendencia es la misma» (Ibídem, 11).

La conclusión de Haldane es contundente: «Las finanzas modernas son complejas, quizá demasiado

complejas. La regulación en las finanzas modernas es compleja, quizá demasiado compleja. Esa configuración genera problemas. Así como usted no lucharía contra el fuego con fuego, usted no combatiría complejidad con complejidad. Porque la complejidad genera incertidumbre, no riesgo, y requiere una respuesta regulatoria basada en la simplicidad, no en la complejidad» (Ibídem, 24).

3. Reflexiones sobre el sistema bancario español

Lo expuesto permite que haga algunas consideraciones sobre el sistema bancario de nuestro país, aunque con un alcance muy limitado. No pretendo hacer propuestas ni ofrecer soluciones concretas a las debilidades o problemas potenciales que pueda alterar lo que es mi único propósito: plantear si las ideas aceptadas generalmente en el pasado sería conveniente someterlas a revisión, a la luz de la experiencia vivida con la crisis.

España es uno de los países que ha sufrido un *boom* inmobiliario de mayor intensidad. Es cierto que no hemos tenido un problema con la titulización de hipotecas de baja calidad (*subprime*). Tampoco las entidades españolas participaron en el peligroso juego de la compra de activos respaldados por hipotecas de Estados Unidos, financiadas con emisiones a corto plazo en ese mercado, como hicieron, entre otros, los *Landerbanken* alemanes en gran escala.

El episodio de los *Landerbanken* en la crisis ha sido instructivo. Se trata de bancos públicos sin actividad bancaria típica (depósitos y créditos al por menor) pero fueron fuertemente afectados por la actividad internacional aludida. Las cajas de ahorro, copropietarias de esas entidades, no entraron en esas prácticas y no sufrieron daño directo, aunque sí el derivado de su participación (Admati y Hellwig, 2013, 91).

En España la financiación del *boom* inmobiliario se articuló mediante una fuerte expansión del crédito del sistema bancario a promotores inmobiliarios y compradores de vivienda, lo que impulsó al sector inmobiliario a cotas no deseables, y favoreció el aumento de dimensión del

propio sistema bancario. El crédito se financió en buena parte por el endeudamiento en el exterior de nuestras entidades. En la fase descendente del ciclo, los compromisos acumulados de la financiación exterior forzaron a un ajuste precipitado en muchos casos.

El *boom* incentivó el aumento de la dimensión del sector bancario en un país con cotas ya altas de bancarización; la crisis, en especial de las cajas de ahorro, forzó a la reestructuración del sistema que ha dado como resultado un notable incremento de la concentración bancaria.

El Banco de España ha descrito el fenómeno con precisión: «... la contrapartida del fuerte crecimiento de los pasivos de las familias y las empresas durante los años anteriores a la crisis fue la expansión de los balances y la actividad de las entidades de crédito residentes. Entre 1995 y 2007 sus activos totales avanzaron un 286 por 100, el número de oficinas lo hizo en un 25 por 100 y el empleo del sector en un 12 por 100. En 2008 la ratio de crédito sobre PIB se situó en el entorno del 170 por 100, muy superior a la de otros países de nuestro ámbito (105 por 100 en la UEM, 132 por 100 en Reino Unido, 64 por 100 en Estados Unidos)... Ante la insuficiencia del ahorro nacional para financiar esta expansión del crédito, las entidades bancarias recurrieron a los mercados internacionales de deuda» (Informe Anual 2013, 55).

Por otra parte, en las dos últimas décadas el sistema bancario español se ha internacionalizado, en especial hacia América Latina y otros países emergentes, aunque también, buscando la diversificación del riesgo, se han hecho compras importantes en Reino Unido. El motivo básico de la expansión ha sido la compensación del fuerte y continuado descenso del margen de intermediación en España, puesto que en los países emergentes ese margen era notablemente superior.

El acceso a mayores márgenes de intermediación implica, sin embargo, asumir niveles más altos de riesgo por la doble vía de mayor inestabilidad interna de los países emergentes y también de sus monedas. La internacionalización, asociada a la mayor dimensión,

supone, de otra parte, un riesgo sistémico más elevado; cuando este se pone en relación con el tamaño del país el riesgo puede ser potencialmente muy peligroso.

Pisani-Ferry (2013, 149) advierte que los grandes bancos europeos han alcanzado una dimensión tal, en relación al PIB de los países, que los eventuales problemas de los bancos de gran dimensión pueden provocar costes muy elevados para las finanzas públicas. Ese problema no es tan agudo en Estados Unidos, donde las grandes entidades tienen un peso respecto al PIB inferior a las europeas.

La crisis financiera de 2007-2008 forzó a la corrección de los excesos: la sobredimensión del sistema bancario y su endeudamiento con el exterior. La sobrevaloración de los créditos inmobiliarios afectó a todo el sistema, pero de una forma especialmente intensa a las cajas de ahorro. Se entró así en un proceso complejo y doloroso de saneamiento que implicó la desaparición de muchas cajas y dio lugar a un incremento notable del grado de concentración en el sector bancario²³.

Cuando se cuantifica el coste del saneamiento del sistema bancario español, no se alude normalmente al coste —lo denominaré institucional— que significa la desaparición de instituciones de gran tradición, compromiso con la zona en la que operan y muy asequibles para particulares y pymes.

No es mi propósito cuestionar aquí el procedimiento utilizado en un clima de urgencia perentoria. Tampoco ignoro los episodios escandalosos en la asignación de los créditos y en el enriquecimiento de los gestores. Lo que cuestiono es si la solución adoptada no ha estado inspirada en un «mantra», muchas veces repetido, de la incapacidad de gestión de todo aquello que no sea puramente privado.

²³ «La cuota de mercado de las cinco entidades más grandes ha crecido un 37 por 100 (del 42,4 por 100 al 58,3 por 100) de 2008 a 2014, habiendo aumentado con mucha más intensidad (un 69 por 100) el Índice de Herfindahl-Hirschman de concentración (de 497 a 839). Esta caída en el número de competidores y el aumento de la concentración es muy superior a la media europea, lo que muestra la mayor reestructuración que ha experimentado la banca española en los años de crisis», MAUDOS (2016) pp. 49 y 50.

Esas mismas ideas de exaltación de la gestión privada y desdén de la pública condujeron a la privatización de los bancos del Instituto de Crédito Oficial (ICO). No hubo entonces urgencias, los bancos públicos habían mejorado su gestión y estaban en condiciones de servir a las necesidades del Estado para atender a sectores o empresas que lo precisaran. Más tarde, cuando se necesitó la utilización de un mecanismo de crédito dirigido por el Estado, se recurrió al ICO, cuya intervención hubiera sido seguramente más eficaz si hubiera dispuesto del brazo operativo de los bancos públicos ya privatizados²⁴.

En ambos episodios ha faltado sensibilidad institucional. North nos ha advertido repetidamente sobre la trascendencia del cañamazo institucional: «Las instituciones conforman la estructura de incentivos de una sociedad y las instituciones políticas y económicas, en consecuencia, son los determinantes que subyacen en la evolución de la economía. El tiempo y su relación con el cambio económico y social es la dimensión en la cual el proceso de aprendizaje de los seres humanos da forma a la evolución de las instituciones... pero el aprendizaje de individuos, grupos y sociedades es acumulativo en el tiempo y transmite intergeneracionalmente la cultura de una sociedad» (1994, 360).

Como he señalado, la crisis ha tenido costes muy importantes. En España, la peculiaridad de nuestro mercado hipotecario la ha hecho especialmente dolorosa puesto que el deudor no podía liberarse del contrato entregando la vivienda, y quedaban comprometidos todos los ingresos futuros en la atención del préstamo aunque el deudor hubiera perdido la vivienda. En España, la opción tomada fue emplear los recursos financieros públicos en el saneamiento del acreedor del préstamo hipotecario (Mian y Sufi, 2014, 119).

En mi libro (2015, 110) he defendido la conveniencia de proceder de una manera prioritaria y urgente al saneamiento de nuestro sistema bancario puesto que se trataba de salvaguardar el ahorro depositado en las

²⁴ Fui presidente del Banco Hipotecario de España en los años 1983-1985.

entidades. Añadía, no obstante, que la Administración había sido cicatera con cientos de miles de ahorradores modestos que invirtieron sus ahorros confundidos por las propias entidades crediticias, y sin el amparo de las instituciones reguladoras. En el caso de los préstamos hipotecarios se ha llegado a permitir, e incluso a celebrar como un éxito, su venta a fondos extranjeros especializados en la explotación de situaciones extremas. Que un país como España haya permitido, y favorecido, que las decisiones sobre el destino de los prestatarios de vivienda modestos las adopten fondos de inversión operando desde miles de kilómetros de distancia, merece mi más enérgica repulsa. Actitudes como estas de insensibilidad contribuyen a explicar el clima de crispación social que ha provocado la crisis.

En el apartado 2 he intentado poner de relieve la dificultad de las autoridades norteamericanas para percibir la interrelación entre el sector inmobiliario y el financiero, lo cual conllevó a infravalorar durante los dos primeros años de la crisis su auténtica dimensión. Lo mismo puede decirse de las autoridades españolas.

El Banco de España en su Informe Anual de 2006 —publicado en mayo de 2007— señalaba: «La solidez patrimonial de los sectores residentes y los amplios márgenes de seguridad con que cuentan las entidades de crédito —en forma de recursos y provisiones— facilitan la obtención del grueso de la financiación de la economía a un coste reducido, sin incorporar primas de riesgo significativas. En principio, estas condiciones permitirían a la economía española seguir apelando al ahorro exterior para cubrir sus necesidades de financiación» (Ibídem, 47).

En el año siguiente, en el Informe Anual 2007 —publicado en mayo de 2008— se advertían las nubes de la perturbación que ya se estaba produciendo, pero se consideraba que la posición de fortaleza de los balances bancarios permitía estimar que el posible ajuste sería gradual: «Las entidades de crédito se enfrentan, pues, a un escenario de desaceleración de la actividad económica, de endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales, y de mayor incertidumbre, pero lo hacen desde un punto de

vista caracterizado por unos elevados niveles de rentabilidad, solvencia, provisiones y calidad del activo, lo que les confiere un valioso margen para afrontar los riesgos inherentes a ese escenario». (Ibídem, 166).

Estas consideraciones no pretenden ser una crítica del error de las previsiones de nuestro banco central; lo que deseo es enfatizar la complejidad de las finanzas, que no permiten que servicios de estudios tan prestigiosos como el de la Reserva Federal o el del Banco de España calibren el riesgo potencial y las interrelaciones del sector real y el financiero de la economía. Si esto es así, y consideraciones parecidas podrían hacerse de las autoridades de otros países importantes, no es razonable esperar que otros agentes, particulares y empresas, establezcan previsiones con mayor fundamento, aunque se hayan hecho observaciones puntuales mostrando la debilidad e insostenibilidad de sectores o de variables concretas.

La crisis financiera ha puesto en cuestión las ideas que los reguladores, agentes económicos y economistas tienen de las finanzas. Turner (2016, 6) ha señalado: «La lectura de casi todos los libros de texto de economía o finanzas describen cómo los bancos toman el dinero de los ahorradores, y lo prestan a los hombres de negocios asignando los recursos entre proyectos alternativos de inversiones de capital. Pero como descripción de lo que hacen los bancos en las economías modernas esto es peligrosamente ficticio por dos razones. Primera, porque los bancos no intermedian dinero ya existente, sino que *crean* crédito, dinero y capacidad de compra que no existía previamente. Y segunda, porque la gran mayoría de los préstamos bancarios en las economías avanzadas no apoyan las nuevas inversiones de las empresas, sino que los fondos se dirigen al incremento del consumo o a la compra de activos ya existentes, en particular inmuebles y el terreno urbano en el cual se erigen».

El autor citado precisa que una estimación razonable sugiere que en la actualidad, el crédito a los proyectos de nuevas inversiones en Reino Unido por el sistema bancario no supera el 15 por 100 del total del crédito (Turner, 2013, 12).

Lo anterior sugiere que el inevitable adelgazamiento del sistema bancario puede hacerse sin que afecte a lo que es más fundamental para la economía: la financiación de las empresas, en particular de las que no tienen otra vía de financiación (pymes), que constituyen la columna vertebral del tejido productivo.

La necesidad de que el sistema bancario concentre su atención y sus recursos en las empresas tiene especial importancia en la situación actual. Summers (2014, 2015) apunta al exceso de ahorro y a la escasa propensión a la inversión como razones explicativas de los bajos tipos de interés, de la debilidad de la demanda agregada y las tensiones deflacionistas. En esta situación es esencial favorecer la inversión privada y también la inversión pública, aunque esta última haya sido anatema en los últimos tiempos.

Las ideas sobre finanzas y economía han cambiado en alguna medida como consecuencia de la crisis financiera 2007-2008. También se ha alterado la estructura de las economías avanzadas con el exceso de ahorro y déficit de inversión. En estas circunstancias sería deseable que los sistemas bancarios redujeran dimensión y complejidad, y dedicaran sus esfuerzos y recursos a animar, financiar e impulsar las iniciativas empresariales.

Referencias bibliográficas

- [1] ADMATI, A. y HELLOWIG, M. (2013). *The Bankers' New Clothes. What's Wrong with Banking and What to do about it*. Princeton University Press. New Jersey.
- [2] AVDJIEV, S.; McCAULEY, R. N. y SHIN, H. S. (2015). «Breaking free of the triple coincidence in international finance». *BIS wp*, nº 524. Octubre.
- [3] AWREY, D. (2012). «Complexity, Innovation, and the Regulation of Modern Financial Markets». *Harvard Business Law Review*, vol. 2, pp. 235-294.
- [4] BANCO DE ESPAÑA (2006). *Informe Anual*.
- [5] BANCO DE ESPAÑA (2007). *Informe Anual*.
- [6] BANCO DE ESPAÑA (2013). *Informe Anual*.
- [7] BARTH, J. R.; CAPRIO, G. y LEVINE, R. (2012). *Guardians of Finance*. The MIT Press. USA.
- [8] BERNANKE, B. (2007). *Speech at the FRB of Kansas City's Economic Symposium*, Jackson Hole. Wyoming. 31 de agosto.
- [9] BERNANKE, B. (2009). «Guest Post; Questions for Bernanke's Senate Confirmation Hearing». *Naked Capitalism Tuesday*. 1 de diciembre.
- [10] BERNANKE, B. (2010). «On the Implications of the Financial Crisis for Economics». *Remark at the Conference co-sponsored by the Berdheim Center for Finance and the Center for Economic Policy Studies*. Princeton. 24 de septiembre.
- [11] BERNANKE, B. (2014). «Central Banking After the Great Recession: Lessons Learned and Challenges Ahead». *A Discussion with Fed Chairman Ben Bernanke on the Fed's 100th Anniversary (Excerpt)*. Washington. January 2014, pp. 1-25. The Brookings Institution.
- [12] BERNANKE, B. (2015). *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and its Aftermath*. W.W. Norton & Company. USA.
- [13] BHIDE, A. (2009). «An Accident Waiting to Happen». *Critical Review*, vol. 21, nº 2-3, pp. 211-247.
- [14] BORDO, M. y JAMES, H. (2015). «Capital Flows and Domestic and International Order: Trilemmas from Macroeconomics to Political Economy and International Relations». Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER) *wp*, nº 21017. Marzo.
- [15] BORIO, C. (2013). «The Great Financial Crisis: Setting Priorities for New Statistics». *BIS wp*, nº 408. Abril.
- [16] BORIO, C. (2014). «The International Monetary and Financial System: its Achilles Heel and What to Do About it». *BIS wp*, nº 456. Agosto.
- [17] BORIO, C. y DISYATAT, P. (2015). «Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously». *BIS wp*, nº 525. Octubre.
- [18] BORIO, C.; JAMES, H. y SHIN, H. S. (2014). «The International Monetary and Financial System: a Capital Account Historical Perspective». *BIS wp*, nº 457. Agosto.
- [19] BUITER, W. (2009). «The Unfortunate Uselessness of Most State of the Art Academic Monetary Economics». *VOX*, vol. 6, marzo, pp. 1-5.
- [20] CABALLERO, R. J. (2010). «Macroeconomics After the Crisis: Time to Deal with the Pretense –of– Knowledge Syndrome». *NBER wp*, nº 16.429. Octubre.
- [21] CECCHETTI, S. (2012). «Is Globalization Great?». *Meeting of Senior Officials from Central Bank Held at the BIS in June 2012. BIS Papers*, nº 69. Diciembre.
- [22] CECCHETTI, S. G.; MOHANTY, M. S. y ZAMPOLLI, F. (2011). «The Real Effects of Debt». *BIS wp*, nº 358. Septiembre.
- [23] CHWIEROTH, J. M. (2010). *Capital Ideas. The IMF and the Rise of Financial Liberalization*. Princeton University Press. USA.
- [24] CLAESSENS, S. y KOSE, M. A. (2013). *Fondo Monetario Internacional (IMF) wp*, 13/28. Enero.
- [25] COCHRANE, J. H. (2014). «Toward a Run-Free Financial System». Disponible en: <http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane>

- [26] EPSTEIN, G. (2010). «Should Financial Flows be Regulated? Yes», en J.K. SUNDARAN (ed.). *Reforming the International Financial System for Development*. New York. Columbia University Press.
- [27] FINANCIAL SERVICES COMMITTEE (2012). *The Dodd-Frank Act and the Persistence of 'Too Big too Fail'*. Washington.
- [28] FLIGSTEIN, N.; BRUNDAGE, J. S. y SCHULTZ, M. (2014). «Why the Federal Reserve Failed to See the Financial Crisis of 2008: The Role of 'Macroeconomics' as a Sense making and Cultural Frame». *Instituto para la Investigación sobre el trabajo y el empleo (Irle) wp*, nº 111-14. Septiembre.
- [29] FRIEDEN, J.; PETTIS, M.; RODRIK, D. y ZEDILLO, E. (2012). «After the Fall: The Future of Global Cooperation». *Geneva Reports on the World Economy*, nº 14. Centro Internacional de Estudios Monetarios y Bancarios (ICMB) y (CEPR).
- [30] GALBRAITH, J. K. (2009). «Who Are these Economists Anyway?». *The NEA Higher Education Journal*, otoño 2009, pp. 85-97.
- [31] GEITHNER, T. F. (2014). *Stress Test. Reflections on Financial Crises*. New York. Crown Publishers.
- [32] GERTLER, M. (1988). «Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview». *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 20, nº 3, agosto, parte 2, pp. 559-588.
- [33] GHOST, A. R. y QURESHI, M. S. (2016). «What's In a Name? That Which We Call Capital Controls». *IMF wp*, 16/25. Febrero.
- [34] GILSON, R. J. y KRAAKMAN, R. (2014). «Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs». *Stanford Law School wp*, nº 458.
- [35] GOURINCHAS, P. O. (2011). «Global Imbalances and Global Liquidity». *Prepared for the 2011 Asia Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of San Francisco*. 28-30 de noviembre.
- [36] GOURINCHAS, P. O. y REY, H. (2013). «External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects». *NBER wp*, nº 19240. Julio.
- [37] GREENSPAN, A. (2005). «Risk Transfer and Financial Stability». *Remarks by Chairman Alan Greenspan to the Federal Reserve Bank of Chicago's Forty-first Annual Conference on Bank Structure*. 5 de mayo.
- [38] GREENSPAN, A. (2013). *The Map and the Territory. Risk, human nature, and the future of forecasting*. New York. The Penguin Press.
- [39] GURLEY, J. G. y SHAW, E. S. (1955). «Financial Aspects of Economic Development». *The American Economic Review*, vol. XLV, septiembre, nº 4, pp. 515-538.
- [40] GURLEY, J. G. y SHAW, E. S. (1967). «Financial Structure and Economic Development». *Economic Development and Cultural Change*, vol. 15, nº 3. abril, pp. 257-268.
- [41] HALDANE, A. G. (2012). «The dog and the Frisbee». *Given at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th economic policy symposium*, The Changing Policy Landscape. Wyoming, Jackson Hole, 31 de agosto.
- [42] HALDANE, A. G. (2014). «Managing global finance as a system». *Lecture at Birmingham University*, 29 de octubre.
- [43] HELLEINER, E. (2010). «Contemporary Reform of Global Financial Governance: Implications of and lessons from the past», en J.K. SUNDARAN (ed.). *Reforming the International Financial System for Development*. New York. Columbia University Press.
- [44] HUERTAS, T. (2009). «The Rationale for and Limits of Bank Supervision». *Conferencia dictada en la London School of Economics*, el 19 de enero.
- [45] JOHNSON, S. y KWAK, J. (2010). *13 BANKERS. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. New York. Pantheon Books.
- [46] JUNG, J. y SHILLER, R. J. (2006). «Samuelson's Dictum and the Stock Market». *Cowles Foundation Paper*, nº 1183. Publicado inicialmente en *Economic Inquiry*, vol. 43, nº 2, abril 2005, pp. 221-228.
- [47] KALETSKY, A. (2010). *Capitalism 4.0*. Bloomsbury Publishing Plc. London. Paperback 2011.
- [48] KEYNES, J. M. (1941). «Post-War Currency Policy». *Collected Writing, Royal Economic Society*, vol. XXV, pp. 21-38.
- [49] KINDLEBERGER, C. P. (1978). *Manías, Pánicos y Cracs*. Primera edición en inglés. Edición en español, Barcelona. Ed. Ariel, 1991.
- [50] KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K. y WEI, S. J. (2006). «Financial Globalization: A Reappraisal». *NBER wp*, nº 12484. Agosto.
- [51] KOTLIKOFF, L. J. (2010). *Jimmy Stewart is Dead. Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*. USA. John Wiley & Sons.
- [52] KREGEL, J. (2012). «Minsky and the narrow banking proposal: no solution for financial reform». *Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief*, nº 125. Agosto.
- [53] KRUGMAN, P. (2011). «The Profession and the Crisis». *Eastern Economic Journal*, vol. 37, pp. 307-312.
- [54] LAW, S. H., y SINGH, N. (2014). «Does Too Much Finance Harm Economic Growth?». *Journal of banking & Finance*, vol. 41, pp. 36-44.
- [55] MAUDOS, J. (2016). «La concentración regional del mercado bancario español». *Cuadernos de Información Económica*, nº 251, marzo/abril, pp. 49-62.
- [56] MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2015). *Debt and (not much) deleveraging*. February.
- [57] MEHLING, P. (1999). «The vision of Hyman P. Minsky». *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 39, nº 2. Junio, pp. 29-158.

- [58] MEHRLING, P. (2013). «Financial Globalization and the Future of the Fed», en HARAI, T.; MARCUZZO, M. C. y MEHRLING, P. (eds.). *Keynesian Reflections. Effective Demand, Money, Finance and Policies in the Crisis*. India. Oxford University Press.
- [59] MIAN, A. y SUFI, A. (2014). *House of Debt*. USA. The University of Chicago Press.
- [60] MINSKY, H. P. (1996). «Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies». *Journal of Economic Issues*, vol. XXX, nº 2, julio, pp. 357-368.
- [61] MIROWSKI, P. (2013). *Nunca dejes que una crisis te gane la partida*. Primera edición en inglés. En español, Barcelona, Ed. Deusto, 2014.
- [62] MORGENSON, G. (2011). *Reckless Endangerment*. USA. Times Books.
- [63] NORTH, D. C. (1994). «Economic Performance Through Time». *The American Economic Review*, vol. 84, nº 3, junio, pp. 359-368.
- [64] OBSTFELD, M. (2011). «Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances». *Keynote address to the 15th International Conference on Macroeconomic Analysis and International Finance*, 26-28, mayo. Greece. University of Crete.
- [65] OBSTFELD, M. (2012). «Does the Current Account Still Matter?» *American Economic Review. Papers & Proceedings*, vol. 102, nº 3.
- [66] PAPANITRIOU, D. B. y WRAY, L. R. (2010). «Introduction: Minsky on Money Banking and Finance», en PAPANITRIOU, D. B. y WRAY, L. R. (eds.). *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Reino Unido.
- [67] PASSARY, E. y REY, H. (2015). «Financial Flows and the International Monetary System». *NBER wp*, nº 21172, mayo.
- [68] PAULSON, H. M. Jr. (2010). *On the Brink. Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*. USA. Business Plus.
- [69] PISANI-FERRY, J. (2013). *The Euro Crisis and Its Aftermath*. USA. Oxford University Press.
- [70] POON, M. (2009). «From New Deal Institutions to Capital Markets: Commercial Consumer Risk Scores and the Making of Subprime Mortgage Finance». *Accounting, Organizations and Society*, vol. 34, pp. 654-674.
- [71] QUIGGIN, J. (2009). «Six Refuted Doctrines». *Economic Papers*, vol. 28, nº 3, septiembre, pp. 239-248.
- [72] REINHART, U. E. (2009). «An Economist's Mea Culpa». *The New York Times*. 9 de enero.
- [73] REINHART, C. M.; REINHART, V. R. y ROGOFF, K. S. (2012). «Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800». *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, nº 3, pp. 69-86.
- [74] REY, H. (2013). «Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence». *Paper presented at the Federal Reserve of Kansas City Economic Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*. Jackson Hole, vol. 22-24, agosto.
- [75] RODRIK, D. (2010). «The End of an Era in Finance». *Project Syndicate*, 11 de marzo.
- [76] RODRIK, D. (2011). *La paradoja de la globalización. La democracia y el futuro de la economía mundial*. Barcelona. Antoni Bosch.
- [77] ROGOFF, K. (2012). «Hay que frenar la carrera de armas financieras». *EL PAÍS. Negocios*, nº 23-9, p. 20.
- [78] ROSENBLUM, H. (2011). «Choosing the Road to Prosperity. Why we Must End Too Big To Fail-Now». *Federal Reserve Bank of Dallas. Annual Report*.
- [79] SAINT-PAUL, G. (2009). «A 'Modest' Intellectual Discipline». *VOX*, 19 de septiembre, pp. 1-3.
- [80] SHIN, H. S. (2011). «Global Banking Glut and Loan Risk Premium». *VOX* 20, p. 12.
- [81] SHIN, H. S. (2012). «Global Banking Glut and Loan Risk Premium. 2014 Mundial-Fleming Lecture». Princeton University. Enero.
- [82] SIMONS, H. C. (1936). «Rule Versus Authorities in Monetary Policy». *The Journal of Political Economy*, vol. 44, pp. 1-30. Incluido en *Reading in Monetary Policy*. George Allen and Unwin LTD. London 1969. Fourth Impression.
- [83] STEIL, B. (2013). *The Battle of Bretton Woods. John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*. Princeton University Press.
- [84] STIGLITZ, J. E. (2011). «Rethinking Macroeconomics: What Failed, and How to Repair it». *Journal of the European Economic Association*, vol. 9, nº 4, pp. 591-645, agosto. En la edición online el número de páginas no coincide con el de la revista.
- [85] STIGLITZ, J. E. (2015). «Toward a General Theory of Deep Downturns». *NBER wp*, nº 21444. Agosto.
- [86] SUMMERS, L. H. (2014). «U. S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound». *Business Economics*, vol. 49, nº 2, pp. 65-73.
- [87] SUMMERS, L. H. (2015). «Low Real Rates, Secular Stagnation, and the Future of Stabilization Policy». *Remarks Delivered at the Bank of Chile Research Conference*. 20 de noviembre.
- [88] TARULLO, D. K. (2012). «Shadow Banking After the Financial Crisis». *Federal Reserve Bank of San Francisco. Conference on Challenges in Global Finance*. San Francisco, 12 de junio.
- [89] TAYLOR, A. M. (2014). «External Imbalances and Financial Crises», en CLAESSENS, S.; KOSE, M. A.; LAEVEN, L. y VALENCIA, F. (eds.). *Financial Crises. Causes, Consequences and Policy Response*. Washington. IMF.

- [90] TOPOROWSKI, J. (2010). «Henry Simons and the other Minsky Moment». *Studi e Note di Economia*, Anno XV, nº 3, pp. 363-368.
- [91] TORRERO, A. (2011). *La crisis financiera internacional. Cuarto año*. Madrid. Ed. Marcial Pons.
- [92] TORRERO, A. (2012). *La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española. Seis conferencias*. Madrid. Ed. Marcial Pons.
- [93] TORRERO, A. (2013a). *Keynes y la Crisis Financiera Actual*. Madrid. Ed. Marcial Pons.
- [94] TORRERO, A. (2013b). *España en el laberinto del euro*. Madrid. Ed. Marcial Pons
- [95] TORRERO, A. (2015). *El Protagonismo financiero de las familias*. Madrid. Ed. Marcial Pons.
- [96] TURNER, A. (2012). «Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from classic economics texts». *Speech at South African Reserve Bank*, 2 de noviembre.
- [97] TURNER, A. (2013). «Credit, Money and Leverage: What Wicksell, Hayek and Fisher Knew and Modern Macroeconomic Forgot». *Conference in Stockholm School of Economics*, 12 de septiembre.
- [98] TURNER, A. (2016). *Between Debt and the Devil Money, Credit, and Fixing Global Finance*. New Jersey. Princeton University Press.
- [99] VERÓN, N. y WOLFF, G. B. (2015). «Unlocking Europe's Economic Potential Through Financial Markets». *European Economics Analyst*, nº 15/07. 19 de febrero.
- [100] WHALEN, C. J. (1988). «The Minsky-Simons Connection: A Neglected Thread in the History of Economic Thought». *Journal of Economic Issues*, vol. XXII, nº 2, junio.
- [101] WHITE, W. R. (2014). «Global Imbalances and the Need for an International Monetary System. Prepared for a Conference in Honour of John Murray». *Organized by the Bank of Canada Chateau Laurier Hotel*, 25-26 de agosto.
- [102] WOLF, M. (2014). *La Gran Crisis: Cambios y Consecuencias*. Primera edición en inglés. Edición en español, Barcelona, Ed. Deusto. 2015.
- [103] WOODWARD, B. (2000). *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*. Simon & Schuster. USA. Edición en español, Barcelona, Ed. Península. 2001.
- [104] WRAY, L. R. (2010). «What Should Banks Do? A Minskyan Analysis». *Levy Economics Institute of Bard College. Public Policy Brief*, nº 115.
- [105] ZINGALES, L. (2015). «Does Finance Benefit Society». *NBER wp*, nº 20894, enero.