



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

www.iaes.es

España, una recesión de balance

Antonio Torrero Mañas

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO
10/2014

ESPAÑA, UNA RECESIÓN DE BALANCE

RESUMEN

El concepto de Recesión de Balance fue acuñado por R.C. Koo, economista japonés, para intentar explicar la prolongada crisis de su país, iniciada en 1990 y que, con algunas leves oscilaciones se mantiene en condiciones de semiestancamiento hasta el momento actual.

Según Koo, la prolongada atonía se explica por la necesidad de empresas y familias de recomponer sus balances después de la terrible caída de los precios de activos mobiliarios e inmobiliarios que arrastró a una crisis profundísima al sistema bancario japonés. La esencia de la cuestión es que el conjunto del sector privado situó como objetivo fundamental no la maximización de los beneficios sino la reducción de la deuda.

Con esta óptica se alteran ideas fundamentales. La política monetaria no ejerce ya los efectos que se presumían; la consolidación fiscal cobra otros perfiles; la interpretación de la Gran Depresión ofrece nuevas perspectivas; y, sobre todo, la crisis financiera actual requiere plantear las consecuencias del excesivo endeudamiento y los efectos que acarrea su reducción.

En el trasfondo de la exposición se sitúa la posición actual de la economía española. España se enfrenta a una recesión de balance que precisa la reducción del endeudamiento. La salida ordenada de los problemas actuales requiere la aceptación de que estamos ante un proceso largo, lento y doloroso, cuyas aristas sólo pueden suavizarse con una especial atención a los más desfavorecidos.

Palabras clave: clases de recesión, crisis de Japón, política monetaria, Gran Depresión, endeudamiento, Greenspan, Minsky, represión financiera, situación de España, sistema bancario, solidaridad social.

ABSTRACT

The concept of Sheet-Balance Recession was coined by RC Koo, Japanese economist, for explain the prolonged crisis in his country, which began in 1990 and, with some slight oscillations is maintained under conditions of semi-stagnation to date.

According to Koo, prolonged sluggishness can be explained by the need for businesses and families to rebuild their balance sheets after the terrible fall in the prices of securities and real estate assets to a profound dragged the Japanese banking crisis. The essence of the matter is that the whole of the private sector stood as main objective not profit maximization but debt reduction.

Under this focus fundamental ideas are altered. Monetary policy no longer exerts the effects that were presumed; fiscal consolidation takes other profiles; the interpretation of the Great Depression offers new perspectives; and, above all, the current financial crisis requires raise the consequences of excessive borrowing and effects involved in its reduction.

In the background of the paper the current position of the Spanish economy is treated. Spain faces a Sheet-Balance Recession that requires debt reduction. The ordered solution of current problems requires accepting that this is a long, slow and painful process, whose edges can only be smoothed giving especial attention to the most disadvantaged.

Key words: Types recession, Japan crisis, monetary policy, Great Depression, borrowing, Greenspan, Minsky, financial repression, Spanish situation, banking system, social solidarity.

AUTOR

ANTONIO TORRERO MAÑAS comienza su carrera profesional en MAPFRE Mutualidad de Seguros donde ocupó cargos directivos en sociedades de inversión. Ha sido Consejero Delegado de AGECON (Asesoramiento y Gestión Económica), Presidente del Banco Hipotecario de España, Presidente de Reit S.A., Consejero del Instituto Nacional de Hidrocarburos y Consejero del Banco Español de Crédito hasta la intervención de la entidad en 1993. Ha sido profesor de la Universidad Complutense y de la Universidad de Málaga. En la actualidad es Catedrático Emérito de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá.

Los últimos libros publicados son:

- La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero (1998, Civitas, Madrid).
- La Burbuja Especulativa y la Crisis económica de Japón (2003, Témpora, Madrid).
- Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios (2006, Marcial Pons, Madrid).
- Revolución en las Finanzas (Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera)(2008, Marcial Pons, Madrid).
- La crisis financiera internacional. Cuarto año (2011, Marcial Pons, Madrid).
- La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española (2011, Marcial Pons, Madrid).
- Keynes y la crisis financiera actual (2013, Marcial Pons, Madrid).
- España en el laberinto del euro (2013, Marcial Pons, Madrid).

Material preparado para la conferencia impartida en el curso: "Factores de Crecimiento de la Economía Española 2014". Universidad Católica de Valencia. Santander, 6-8-14.

"La principal lección que extraigo de nuestra experiencia como predicadores es que somos bien recibidos en la medida en que predicamos lo que la sociedad desea oír". (Stigler, 1982, p. 25).

ÍNDICE

Índice.....	4
1. El concepto de recesión de balance	5
2. La experiencia japonesa.....	6
3. La crisis actual. Efectos sobre la política monetaria.....	8
4. Clases de recesión	10
5. Relectura de la Gran Depresión.....	12
6. Consolidación fiscal	14
7. Efectos del “Quantitative Easing” (QE)	16
8. El nivel de endeudamiento	19
8.1 Relevancia de Greenspan.....	20
8.2 Reivindicación de Minsky	22
8.3 Evolución del endeudamiento	24
8.4 El proceso de desendeudamiento	26
8.5 Fórmulas para reducir el endeudamiento	29
9. Represión financiera	30
10. La situación de España.....	33
11. Notas.....	37
12. Bibliografía citada.....	38

1. EL CONCEPTO DE RECESIÓN DE BALANCE (*)

El concepto de recesión de balance fue acuñado por R.C. Koo que se inspiró en la prolongada crisis de la economía japonesa iniciada en 1990 y que, con algunas leves oscilaciones, se mantiene en condiciones de semiestancamiento hasta el momento actual ⁽¹⁾.

Según Koo, lo que explica la prolongada atonía de la economía japonesa es la necesidad de empresas y familias de recomponer sus balances después de la terrible caída de los precios de activos mobiliarios e inmobiliarios que arrastró a una crisis profundísima al sistema bancario japonés:

“Dado que las empresas y familias japonesas habían adquirido los activos mediante crédito, la caída de los precios dejó en la insolvencia a decenas de millones de prestatarios. Para recuperar el balance positivo, las familias y empresas no tuvieron más alternativa que renunciar al consumo y la inversión y asignar el ahorro a pagar deudas. En otras palabras, millones de empresas en Japón pasaron de considerar como mayor prioridad la maximización de beneficios a la minimización de deuda”(Koo, 2001, pp. 15, 16).

En consecuencia, concluye Koo: “cuando el conjunto del sector privado está minimizando la deuda, la economía pierde constantemente una demanda agregada equivalente a la cantidad que se ha ahorrado pero no se ha tomado prestada. Esta situación se conoce como recesión de balance” (Koo, 2013a, p. 89).

Es importante destacar que un grupo de economistas ligados al Bank for International Settlements (BIS), han estado advirtiendo desde la década de 1990 sobre la trascendencia de la acumulación de deuda de los agentes económicos, lo cual, sugerían, estaba aumentando la inestabilidad financiera. Así lo han reconocido, entre otros, Van Overtveldt (2009) y Davies y Green (2010). Los avisos de este grupo fueron recogidos en los Informes Anuales del BIS, pero, como señala uno de los economistas más destacados del colectivo (White, 2010(a) y (b)), sus advertencias fueron ignoradas⁽²⁾.

Los efectos económicos del endeudamiento dependen de la distribución del riesgo. En Japón, las empresas no financieras sufrieron por falta de liquidez y las presiones deflacionistas, en tanto que en los Estados Unidos recayó sobre las familias la mayor parte del ajuste (Brunnermeier y Sannikov, 2012, p. 6).

* Agradezco las sugerencias de D. Adolfo Sánchez Real. Naturalmente soy el único responsable del texto final.

2. LA EXPERIENCIA JAPONESA

Conviene situar en perspectiva la dimensión de la burbuja japonesa. Cuando consideramos los excesos en las valoraciones de los activos mobiliarios e inmobiliarios de España, Estados Unidos, el Reino Unido o Irlanda, nos alarma la desmesura, pero no tiene comparación con lo acontecido en Japón donde tuvo lugar en la década de los ochenta del pasado siglo la mayor burbuja de la historia.

Como ha señalado Aliber (2005, p. 143), la burbuja inmobiliaria y mobiliaria en Japón en los 80 fue la madre de todas las burbujas del precio de los activos, medido tanto por el incremento de la riqueza de las familias en relación al Producto Nacional, como por el aumento en el valor de la Q de Tobin.

El índice de la bolsa de Tokio (Nikkei 225) pasó de 6.000 en 1980 hasta 40.000 en 1989, cayó después a la mitad de ese nivel en 1990, y bajó de nuevo hasta 8000 en 2003 (Ueda, 2012, p. 179). Cuando se redacta este trabajo se sitúa en torno a los 15.000.

Los precios de los inmuebles cayeron un 60% desde su punto más alto en torno a 1990, y el de los edificios comerciales descendió hasta un 87% en su momento más bajo. De manera que tanto el precio de las acciones como el de los inmuebles han tenido una tendencia declinante por más de dos décadas ⁽³⁾.

Una cuestión esencial para comprender la dureza y persistencia de la crisis japonesa es que el precio de los activos se transmitió, de manera inmediata y virulenta, a los balances bancarios. Los bancos en Japón fueron protagonistas activos de las burbujas mobiliaria e inmobiliaria invirtiendo directamente y facilitando créditos masivos para la compra de acciones y propiedades. Cuando se desplomaron los mercados, los balances bancarios se deterioraron por la caída de los precios de sus propios activos y por la incidencia en la morosidad crediticia. La crisis bancaria ha sido un elemento esencial en el largo proceso de semiestancamiento japonés.

En la crisis económica y financiera actual, los países industriales, y muy particularmente los Estados Unidos, han tenido muy en cuenta la experiencia japonesa, pero Japón no se inspiró, sin embargo, en la misma medida, con lo acontecido en la Gran Depresión. En mi opinión, la sociedad japonesa consideraba que su modelo era radicalmente distinto al de las economías anglosajonas, lo que explicaba la mayor valoración de los activos; se entendía, además, que la influencia del Gobierno sobre los bancos y los mercados financieros proporcionaba una palanca para moderar y modular las reacciones de los mercados y de los propios bancos.

Se explica así que el estallido de la burbuja fuera considerado como un fenómeno temporal y no se comprendiera la auténtica dimensión del problema.

"La magnitud de la burbuja y la cuantía de la morosidad crediticia fue tan enorme que se situaba más allá de las expectativas de cualquiera en ese momento. No fue hasta 1998, casi ocho años después del estallido de la burbuja cuando se adoptaron medidas, incluyendo la utilización de fondos públicos, para intentar frenar el deterioro de la confianza en el sistema financiero" (Nakaso, 2001, p. 17).

Bernanke, el anterior presidente de la Reserva Federal, ganó buena parte de su prestigio académico con el estudio de la Gran Depresión; era buen conocedor también de la crisis japonesa. Con este bagaje, señalaba en el año 2009 que el sistema bancario americano no creía que se encontrará una situación similar a la que había sufrido Japón, que se había demorado en la adopción de las medidas necesarias para enfrentarse a los bancos zombie y asegurar el saneamiento de sus balances (Bernanke, 2009, p. 26).

De igual forma, cuando se tuvo conciencia de la crisis, las decisiones de política monetaria se adoptaron con una rapidez y resolución en los Estados Unidos que contrasta con el retraso y las vacilaciones de las autoridades japonesas (Harrigan y Kuttner, 2004, p. 18); ellas habían dado paso, así, a los impulsos deflacionistas que han acompañado el largo período de semiestancamiento de la economía nipona (Ahearne et al, 2002, p. 3).

Nishimura (2011) ha puesto de relieve un aspecto que tuvo singular importancia en Japón y lo tiene ahora también en la economía española: que el ajuste de balance se realiza cuando la población está envejeciendo:

"Empiezo por señalar que estamos en medio de un proceso de ajuste de balance después del estallido de la burbuja en un momento de envejecimiento de la población. Este no es simplemente un ajuste de balance como en el pasado, cuando se realizó con una población creciente. Este es un ajuste de balance agudo puesto que la estructura de la población de las naciones está envejeciendo con rapidez, lo cual no tiene precedentes en nuestra historia moderna de crecimiento económico" (p. 1).

En una conferencia magnífica Shirakawa (2012) reflexiona sobre la situación de los Estados Unidos, del Reino Unido, y de la Eurozona a la luz de la experiencia de Japón. Señala que le parece que se subestiman los costes de los ajustes de los balances después del estallido de una burbuja, y que se tiene una confianza excesiva en la efectividad de las políticas agresivas que se adoptan para que la situación se normalice

(p. 2). Destaca de los Estados Unidos y Europa que, a su juicio, las similitudes con la experiencia japonesa superan a las diferencias.

Como similitudes apunta la recesión económica; la subestimación e incluso negación del problema cuando se desplomaron los mercados y los bancos, lo cual va unido al coste político de aplicar fondos públicos; la política de los bancos centrales, con la salvedad de que Japón tuvo que adoptar decisiones en solitario y sin precedentes. Finalmente apunta, como cuarta similitud, "al declive de la efectividad de la política monetaria en una economía que está reduciendo endeudamiento, o en otras palabras, que necesita afrontar el problema de reparar sus balances" (Ibidem, pp. 2-4).

El autor que sigo anota también dos diferencias entre la crisis financiera de su país y la que sufren Estados Unidos, el Reino Unido y la Eurozona. La primera es que la crisis nipona no se produjo en el entorno de una perturbación global; la segunda, que en Japón se tardó más en aflorar las pérdidas, muchas de ellas asociadas a préstamos en dificultades que no estaban sujetos a la inmediata valoración del mercado.

En conjunto concluye Shirakawa: "Lo que sucedió en Japón, en los Estados Unidos y en Europa, fue básicamente lo mismo: la factura a pagar por un exceso de deuda, por el coste del desendeudamiento"(p. 5).

3. LA CRISIS ACTUAL. EFECTOS SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA

Vuelvo a Koo. Una aportación del autor que considero fundamental en su libro de 2008: "The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan Great Recesion", en el cual desarrolla sus ideas y revisa, a la luz de las mismas, lo acontecido en la Gran Depresión de 1929. El punto de partida es la validez de la política monetaria:

"Aunque no ha sido nunca establecido de forma explícita en la literatura económica, la eficacia de la política monetaria está basada en un supuesto clave: la existencia de prestatarios dispuestos a demandar crédito en el sector privado" (p. 19).

La primera víctima de la minimización de la deuda por familias y empresas es la política monetaria, considerada el remedio tradicional para las recesiones, puesto que los deudores se muestran insensibles al estímulo de bajos tipos de interés y, por otra parte, los prestamistas tienen también necesidad de adelgazar sus balances (Koo, 2010, p. 1).

"Y cuando el sector privado en conjunto reduce sus depósitos bancarios para amortizar la deuda, el multiplicador monetario se vuelve marginalmente negativo y la oferta monetaria, que

consiste en gran parte en depósitos bancarios, se reduce. A pesar de que el banco central puede inyectar cualquier cantidad de liquidez en el sistema bancario, a éste le costará mucho revertir una contracción de la oferta monetaria cuando no hay prestatarios y la liquidez que el banco central proporciona no puede salir del sistema bancario” (Koo, 2013a, p. 95).

El hilo conductor de la argumentación de Koo es la reducción del apalancamiento, el objetivo de minimizar la deuda. Dependiendo de la intensidad con la cual los agentes persiguen ese objetivo se caracteriza la gravedad y duración de la recesión:

“La diferencia clave entre una recesión ordinaria y las que pueden desembocar en una depresión es que en este último caso, una gran proporción del sector privado está realmente minimizando deuda en vez de maximizar beneficios participando en la burbuja del precio de los activos. Cuando estalla una burbuja financiada con deuda colapsan los precios de los activos en tanto permanecen las obligaciones, colocando a millones de balances privados en insolvencia. Para recobrar la salud financiera y los ratings de crédito, empresas y familias son forzadas a nivelar sus balances mediante el incremento del ahorro o pagando deuda, reduciendo de esta forma la demanda agregada” (Koo, 2010, p. 1).

La crisis financiera actual, la recesión de balance, ha alterado de forma sustancial las políticas monetarias seguidas por los bancos centrales. Es importante insistir en la pérdida de efectividad de los tipos de interés, variable clave antes de la crisis; como se ha señalado, los que se endeudaron fueron sensibles al nivel y variación de los tipos de interés, pero después de la crisis los efectos se redujeron considerablemente; lo que se impuso fue el ajuste de balance de los agentes económicos (Nishimura, 2011, p. 2).

En las nuevas circunstancias, los bancos centrales se vieron obligados a “practicar políticas que, sólo unos años atrás no estaban en sus pantallas de radar” (Borio y Disyatat, 2009, p. 25). Como han señalado:

“La economía necesita reparar los balances, pero los tipos de interés muy bajos, junto a las compras masivas de activos por los bancos centrales, pueden retrasar el reconocimiento de pérdidas y el pago de deudas. Demasiados recursos se han concentrado en sectores erróneos, pero la permisividad tiende a favorecer inversiones en activos de larga vida con exceso de oferta (por ejemplo, construcción)... y el declive de los tipos a largo puede generar tensiones en el sector de seguros y fondos de pensiones” (Borio, 2011, pp. 5 y 6.).

De manera que la política monetaria pierde efectividad para estimular a la demanda agregada en una recesión de balance, lo cual implica que la

actuación deba ser más intensa; esto supone, a su vez, que aparezcan efectos negativos. Borio (2012) considera cuatro efectos colaterales: 1) Puede enmascarar la debilidad de los balances; 2) Pueden disminuir los incentivos para reducir excesos de capacidad; 3) Puede perjudicar a las instituciones con carteras y compromisos concebidos a largo plazo (Seguros y Pensiones), y 4) Puede llegar a afectar a la autonomía y credibilidad de los bancos centrales, que es posible que incurran en pérdidas importantes y estén sujetos a críticas por favorecer a unos sectores sobre otros (p. 20).

Junto a esos riesgos, aparece también el de la deflación. Los efectos de inyecciones masivas de liquidez no se han traducido hasta ahora, en avances del crédito al sector privado y, por tanto, no se está produciendo el benéfico efecto de una inflación moderada que suavice el ajuste de los balances (Keen, 2009, p. 7). Como ha sintetizado Borio (2011, p. 6):

"En otros términos, cuando hay que afrontar las consecuencias de las grandes perturbaciones financieras, la política monetaria trata más los síntomas que las razones subyacentes de la lenta recuperación. Suaviza el dolor pero ignora la enfermedad. Gana tiempo, pero permite que los políticos lo malgasten".

La crisis financiera actual ha socavado los cimientos hasta ahora firmes en los que se fundamentaba la política monetaria. B.M. Friedman (2014) ha apuntado a la línea de flotación:

"No hay razón para esperar que la cantidad de activos o de obligaciones del banco central tenga una relación particular con el tipo de interés a corto plazo, con la demanda agregada, o con el nivel de precios. La teoría cuantitativa ha quedado sin sentido, a pesar de que los teóricos sigan teniéndola en cuenta"(p. 22).

4. CLASES DE RECESIÓN

Koo sugiere que hay al menos dos clases de recesión: la ordinaria del ciclo de los negocios y la provocada por el desendeudamiento de los agentes. Esta última se produce en raras ocasiones pero sin un tratamiento adecuado puede generar una depresión (2011c, p. 27). Cuando el sector privado se desapalanca, a pesar de que los tipos de interés estén a cero, la economía entra en una espiral deflacionista porque sin nadie que pida dinero prestado y lo gaste, pierde ininterrumpidamente una demanda equivalente a los ahorros que no se tomaron a préstamo (Koo, 2013, p. 90).

En la época moderna se han producido solamente tres recesiones de balance: 1) la de la década de los treinta que comienza con el crack de

1929; 2) la crisis japonesa iniciada con el desplome del valor de los activos en 1990 que afectó al sistema bancario, y 3) la producida con carácter global a partir del otoño del 2007 ⁽⁴⁾. Como he señalado, Koo acuña el concepto de recesión de balance a partir de la crisis de los noventa en su país, Japón, pero extiende el razonamiento para una reinterpretación de la Gran Depresión y de la crisis financiera actual.

Borio (2011) distingue las recesiones que se produjeron después de la segunda guerra mundial de la que estamos sufriendo en la actualidad. La recesión típica de la posguerra en las economías avanzadas era provocada por un endurecimiento monetario para combatir tensiones inflacionistas o crisis de balanza de pagos. La contracción monetaria era de duración reducida, con sistemas financieros estrictamente regulados y no provocaba crisis financieras o grandes movimientos de capital. Incluso cuando el peso de la deuda era grande y aparecían tensiones financieras, la mayor tasa de inflación aliviaba el ajuste:

"La recesión actual es completamente diferente. El boom precedente fue mucho más prolongado, la deuda generada y la revalorización de los activos ha sido mayor, ha afectado seriamente al sector financiero, y la tasa de inflación era más reducida en el período de antes y después de la crisis. La experiencia japonesa de los primeros 1990 es lo más parecido" (p. 5).

El estudio del Banco Central Europeo (2012) se mueve en la misma dirección: la mayor similitud entre las recesiones de Japón, Estados Unidos y Europa es que en las tres se trata de recesiones de balance (p. 98).

El componente financiero de la crisis actual es un aspecto fundamental para diferenciarla de experiencias anteriores. Borio (2012) distingue dos tipos de ciclo, el tradicional y el financiero. Este último es de duración más larga, tiene lugar con menor frecuencia y con un componente endógeno mayor. Según su estimación, el ciclo financiero, en una muestra de siete países industrializados, se ha producido en torno a 16 años desde 1960 (p. 2). La tesis fundamental del autor es que la "macroeconomía sin el ciclo financiero es como Hamlet sin el Príncipe" (p. 1).

El FMI (Fondo Monetario Internacional) (2003), en su ensayo sobre la duración de los ciclos, concluye que las crisis bursátiles se producen en promedio cada 13 años, duran 2 años y medio, y van asociadas a pérdidas en torno al 4 % de Producto Nacional. En el sector inmobiliario los desplomes de los precios son menos frecuentes, pero al ajuste dura el doble y también se duplican las pérdidas en el Producto Nacional, reflejando efectos mayores sobre el consumo y el sistema bancario (p. 61).

5. RELECTURA DE LA GRAN DEPRESIÓN

En cuanto a la Gran Depresión, a juicio de Koo, Keynes erró al considerar la eficiencia marginal del capital como la variable esencial que explicaba los cambios en el clima de los negocios, puesto que la validez de su argumentación dependía del supuesto de la maximización de los beneficios por las empresas; ahora bien, si el principal objetivo de éstas es reducir el apalancamiento (*leverage*) el panorama cambia por completo.

Al parecer de Koo, en la Gran Depresión, los responsables del declive de la oferta monetaria no fueron ni los errores bancarios ni el mayor atesoramiento, ni la renuncia de los bancos a prestar fue un elemento decisivo. La responsabilidad radicó en la reducción voluntaria de la deuda por parte de las empresas:

"Las empresas estuvieron reduciendo deuda de forma agresiva puesto que se desplomó el precio de los activos comprados a crédito a partir del crash bursátil y su apalancamiento era extremadamente alto incluso antes del crash. En otras palabras, tuvieron que afrontar entonces los problemas de balance que afectaron a las empresas japonesas en los 1990" (Koo, 2008, p. 100).

Desde la perspectiva de Koo, se debilitó el argumento aceptado de forma mayoritaria en los círculos académicos de que la Gran Depresión podía haberse evitado o atenuados sus efectos con una política monetaria más activa puesto que –y esta es la clave de la cuestión– la liquidez suministrada en ese supuesto podía no haber afectado a la economía real. Este efecto fue el producido por los incrementos de la oferta monetaria en Japón entre 2001 y 2006; como en la Gran Depresión se estaba *"empujando una cuerda"*. Los economistas asumieron de manera incorrecta que la trampa de la liquidez fue un fenómeno desde el lado de la demanda y no desde el lado de la oferta, como fue en realidad (Ibidem, p. 109).

La crisis actual ha inspirado la revisión de lo que sucedió en la Gran Depresión. El trabajo de Gjerstand y Smith (2009) pone el acento en el protagonismo de las familias y del mercado hipotecario:

"La explicación standard del factor precipitante en el crash de 1929 ha sido la especulación excesiva en Wall Street. La especulación parece haber sido un factor, pero entonces –como ahora– creemos que las hipotecas y la financiación del consumo creciente se situaron en el centro del problema" (p. 287).

Destacan los autores cómo en Septiembre de 1929, un mes antes del *crash*, los contratos de construcción eran un 40 % menores de lo que

habían sido en Septiembre de 1928. No obstante, entre 1921 y 1929, la deuda de las familias en relación a su riqueza había pasado del 10'2 al 27'2 %. "Un enorme boom en construcción residencial fue financiado por un rápido aumento del endeudamiento de las familias" (Ibidem, p. 291).

La crítica de Friedman y Schwartz (1963) sobre la política seguida apunta que la FED debería haber incrementado la oferta monetaria. Los autores antes citados están de acuerdo: también lo están con la pronta reacción de Bernanke en 2007, pero dudan de los efectos.

"También parece probable que no hubieran resuelto la crisis que se abatió sobre el sistema financiero entre finales de 1930 y la primavera de 1933. Ambas crisis parecen haber tenido su origen en la importante insolvencia de las familias que afectó al sistema financiero. La liquidez sola no podía hacer que bancos y familias reanudaran la actividad anterior" (Ibidem, p. 293).

La reinterpretación de la Gran Depresión está poniendo el acento en los aspectos asociados a la recesión de balance que caracteriza la crisis actual.

Según el FMI, tanto ahora como en la Gran Depresión:

"El crédito a las familias aumentó más que la renta en EE.UU. debido a la rápida difusión del consumo masivo de bienes duraderos asociados con las compras a plazos promovidas por instituciones financieras no bancarias" (2009, p. 100).

Kumhof y Ranciere (2011, p. 1) han puesto de relieve el protagonismo del endeudamiento de las familias en las dos grandes crisis (1929 y 2008), añadiendo que ambas fueron precedidas por un agudo incremento en la desigualdad de la renta, factor que, como expondré en el último apartado de este trabajo, tiene extraordinaria importancia puesto que merma la cohesión social precisa para afrontar la prolongada dureza del ajuste de las economías incursas en una recesión de balance.

También Keen (2009, p. 1) señala que la crisis actual muestra la causa real de la Gran Depresión: el exceso de deuda acumulado durante la burbuja especulativa precedente, lo cual es conforme con la hipótesis de la "deuda-deflación" desarrollada primero por Fisher y perfeccionada por Minsky.

El protagonismo que se concede ahora a la acumulación de deuda como causa fundamental de la Gran Depresión no anula, en mi opinión, la crítica de Friedman y Bernanke respecto a la actuación pasiva de la Reserva Federal permitiendo el desplome de la oferta monetaria. Lo que la crisis actual está poniendo en evidencia es que la política monetaria ejerce otros efectos. Es aceptable el argumento de que difícilmente

podía aumentarse la oferta monetaria sin que lo hiciera el crédito al sector privado, pero las inyecciones de liquidez habrían podido provocar recuperación en el precio de los activos aliviando la gravedad de la Gran Depresión.

La caída de la bolsa desde su punto más alto en 1929 y el más bajo de 1932 fue del 85%. Poole (2008, p. 65) se plantea si una política monetaria más expansiva en 1930-32 no hubiera moderado este declive. Además, podía haber afectado positivamente a la cotización de los bonos y al mercado hipotecario, mejorando la situación del sistema bancario y reducido la morosidad y quiebra en familias y empresas.

Termino esta breve exposición con el juicio de Koo:

"Si John Maynard Keynes hubiera escrito en 1936 que el estímulo fiscal sólo debería usarse cuando el sector privado está minimizando la deuda a pesar de tipos de interés cero, no se habría abusado de sus recomendaciones en materia de política económica en las décadas de los cincuenta y sesenta, y sus teorías no se habrían desacreditado. Del mismo modo, si Milton Friedman y sus partidarios se hubieran dado cuenta de que la conexión entre la actuación del banco central y la actividad económica sólo es válida cuando el sector privado presenta un balance saneado y maximiza los beneficios, muchos países que están sufriendo recesiones de balance no habrían perdido un tiempo precioso jugueteando con la política monetaria cuando lo que necesitaban era una respuesta fiscal" (2013, p. 129).

6. CONSOLIDACIÓN FISCAL

Como he señalado, la recesión se inicia en Japón con el estallido de una burbuja gigantesca que se produjo en los mercados inmobiliario y bursátil; tuvo un protagonismo esencial el sistema bancario cuyos activos resultaron fuertemente perjudicados. Tres ideas son importantes para considerar una recesión tan prolongada: 1) no se comprendieron las razones del estancamiento económico; 2) las autoridades reaccionaron con tardanza en el saneamiento del sistema bancario, y 3) los intentos de consolidación fiscal de 1997 y del 2001 abortaron los inicios de recuperación.

Respecto a la consolidación fiscal, los efectos negativos que se produjeron en Japón fueron similares a los que tuvieron lugar en los Estados Unidos en 1937. En ambos países se cometió el mismo error: realizar la consolidación fiscal de forma prematura cuando la economía había dado pasos en la recuperación pero sin que estuviera asentada con solidez. La política de austeridad agravó la depresión e incrementó el déficit público (Koo, 2010, p. 4).

Lo acontecido en Estados Unidos en 1937 está pesando de manera importante en las decisiones actuales para combatir la crisis financiera. Romer (2009, p. 13) señala como el Producto Nacional se recuperó un 5 % en 1937 pero cayó un 3% en 1938 elevándose de nuevo el desempleo hasta el 19% en ese año. Las autoridades corrigieron el rumbo y de nuevo se recuperó la economía, pero "el error en 1937 prolongó dos años la Gran Depresión"; por tanto: "Cuidado con reducir los estímulos demasiado pronto".

Por su parte, Yellen (2009a) apunta de forma expresiva:

"... lo que más me preocupa es la tentación de endurecer la política (monetaria) demasiado pronto y abortar la recuperación. Esto es justamente lo que sucedió en 1936 cuando, después de dos años de fuerte recuperación, la Reserva Federal endureció su política preocupada por las excesivas reservas en el sistema bancario. ¿El resultado? En 1937 la economía recayó en una recesión profunda. Japón aprendió también la dura lección en los 1990 cuando hizo más estricta su política monetaria y fiscal en la errónea creencia de que la economía estaba recuperándose" (p. 6).

En el sistema bancario las autoridades japonesas no respondieron con rapidez y radicalidad al saneamiento de sus balances, y en esa actitud vacilante continuaron formándose empresas sin futuro pero tradicionalmente conectadas con su banco principal (*main bank system*). Además, el reconocimiento de la realidad hubiera agravado, de forma súbita, la debilidad de los balances bancarios.

Las exigencias de Basilea a favor del fortalecimiento del capital de los bancos provocaron un desapalancamiento de las propias entidades, un desapalancamiento mediante la reducción de activos, y una parálisis del crédito (*credit crunch*) en 1997 que agravó la recesión (Koo, 2012, p. 2).

La crisis actual en los países desarrollados presenta características de una recesión de balance:

"Los sectores privados de Estados Unidos, del Reino Unido, de España e Irlanda (aunque no Grecia) están llevando a cabo un desendeudamiento masivo a pesar de los bajos tipos de interés. Esto significa que todos esos países están en un seria recesión de balance. Los sectores privados en Japón y Alemania tampoco están demandando crédito. Con escasos prestatarios y bancos con poca disposición a prestar, no puede extrañar que después de cerca de tres años de record en tipos bajos de interés e inyecciones masivas de liquidez, las economías industriales estén aún tan débiles" (Koo, 2011, p. 25).

En consonancia con lo expuesto hasta ahora, Koo se muestra muy crítico con la consolidación fiscal que se ha impuesto en Europa, evocando lo acontecido en los Estados Unidos en la década de los años 1930 y expresando su preocupación de que los regímenes democráticos puedan soportar un ajuste de tan larga duración como el que impone la consolidación fiscal (Koo, 2013(b), p. 7).

En su libro del 2013(a) apunta Koo directamente a la similitud entre lo acontecido en Japón en 1997 y lo que sucede ahora en España:

"Actualmente, se observa una pauta parecida en España, donde inicialmente los bancos fueron capaces de soportar la crisis financiera mundial, pero luego sucumbieron ante un ciclo deflacionista impulsado por la austeridad que ha disparado la tasa de paro del 12'3 % en el momento de la quiebra de Lehman al 26'1 % actual" (p. 106).

Con el planteamiento de Koo resulta lógico su escepticismo respecto a que los efectos de los impulsos monetarios de los bancos centrales tengan efectos importantes e inmediatos sobre el crédito al sector privado. Los extraordinarios incrementos de liquidez no han producido efectos significativos en la oferta monetaria, que representa los fondos realmente disponibles para el sector privado como, por otra parte, esperaba Bernanke, debido a la atonía del sector privado a aumentar su deuda y la escasa predisposición de los bancos a aumentar los préstamos (Koo, 2011b, pp. 2 y 5).

7. EFECTOS DEL "QUANTITATIVE EASING" (QE)

La pregunta inmediata es ¿cómo se espera que afecte la fortísima expansión monetaria a la actividad económica? Básicamente a través de la revalorización de los activos comprados por los bancos centrales. Lo que se espera es que los inversores privados vendedores de los activos inviertan los fondos en otros activos, con la esperanza de que mejore el sentimiento del sector privado animando las decisiones de gasto de familias y empresas. En definitiva, lo que pretende la FED es que el "quantitative easing" anime la economía a través del efecto riqueza (Koo, 2011, p. 5). En un trabajo fechado el 26 de Noviembre de 2013, Koo se mostraba escéptico respecto a que la masiva inyección monetaria haya tenido un efecto destacado sobre el ritmo de actividad económica ((b) p. 2).

Esa es también la opinión de White (2009):

"En cuanto a que la política monetaria pueda ser efectiva en el entorno de tipos de interés cercanos a cero, y en particular la efectividad del QE para estimular el crecimiento real, está por

verse, pero la experiencia previa del QE en Japón no puede considerarse completamente esperanzadora” (p. 11 y 12).

El juicio de Carpenter y Demiralp (2010) es de un escepticismo parecido. Entienden que los aumentos en las reservas de los balances bancarios no activarán la demanda de créditos pese a los bajos tipos de interés, puesto que el multiplicador tradicional no opera a favor del crecimiento de la oferta monetaria y de los créditos bancarios (p. 29).

La intromisión de los bancos centrales en el área fiscal ha sido destacada por Blinder (2010). La heterodoxia de la política QE ha puesto en riesgo el dinero del contribuyente ya que equivale prácticamente a inversiones públicas en activos de riesgo, pero sin autorización del Congreso:

“Algunos congresistas y senadores están tranquilos y felices de que la Fed tome esas medidas extraordinarias por su propia iniciativa. Después de todo los eximen de decisiones que políticamente podrían ser costosas en votos (¿Quiere Ud votar, por favor, 180.000 millones de dólares para AIG, Senador?). Otros políticos lamentan amargamente que la FED usurpe una autoridad que la Constitución reserva al Congreso” (p. 476).

De manera que la experiencia de los años de crisis ha alejado la preocupación de que la liquidez proporcionada por el QE pudiera generar tensiones inflacionistas: “La relación entre los aumentos de balance de los bancos centrales, y los depósitos ha sido más bien débil desde el 2007...”; con agregados monetarios más amplios la correlación ha sido menor y en las economías avanzadas incluso negativa; respecto al coste de la vida, prácticamente cero... “En definitiva los inflados balances de los bancos centrales no parece que sean un riesgo directo de inflación” (BIS, 2011, p. 54).

Por tanto, marginado por ahora el peligro inflacionista (¿o debería decir la esperanza?) queda como el efecto más buscado el que la expansión de la liquidez incida directamente sobre la valoración de los activos.

Con la política de “*quantitative easing*” entramos en territorios desconocidos. No sabemos su incidencia en el consumo y sobre todo en la inversión. Tampoco conocemos los efectos colaterales que pueden producirse. Hay razones para la inquietud en los frentes siguientes:

- Los bancos centrales han entrado en el terreno de la política fiscal.
- Efectos sectoriales que pueden producirse.
- Resultados en el futuro para los bancos centrales cuando se modifique la tendencia actual de los tipos de interés.
- Efectos sobre la distribución de la riqueza.

No puedo detenerme en analizar estos efectos, pero me parece importante dedicar un breve comentario al último punto citado.

Los activos objeto de atención son, sobre todo, activos de renta fija públicos y privados y también empiezan a considerarse los de renta variable (acciones). Tanto si los bancos centrales compran renta fija como variable, los grandes beneficiados son los tenedores, esto es, el segmento de población con mayor riqueza. La reducción de los tipos de interés impulsa la cotización de las acciones que, considerando la caída del mercado inmobiliario, quedan como única alternativa para canalizar los recursos procedentes de las inyecciones monetarias. Por estos motivos no debe sorprender que, pese al estancamiento económico de los países industriales, las cotizaciones bursátiles estén comportándose con una fortaleza que contrasta con el ritmo modesto de crecimiento de la economía. Se trata, sin embargo, de un fenómeno temporal; el descenso de los tipos de interés está provocando lo que puede ser una burbuja en el mercado de renta fija. En la renta variable, la revalorización de las acciones está situando las cotizaciones por encima de lo que se consideran niveles justificables desde una óptica fundamental.

"Mientras que las tasas de desempleo se han mantenido en niveles elevados en las principales economías avanzadas pese a la prolongada y agresiva relajación monetaria, los mercados bursátiles se han recuperado, llegando a alcanzar máximos históricos. Esto sugiere que la acomodación monetaria, al tratar de reducir el desempleo hasta sus niveles pre-crisis, puede haber espoleado las bolsas y otros segmentos de los mercados financieros, distorsionando con ello las señales del mercado y creando potencialmente nuevas ineficiencias en la asignación de recursos y nuevas vulnerabilidades financieras" (Caruana et.al., 2014, p. 146).

Permítaseme una referencia adicional a la pujanza de las bolsas. La fortaleza de las cotizaciones está sostenida por una liquidez extraordinaria y creciente en un entorno cada vez más vulnerable; los volúmenes de contratación han aumentado en los últimos años de una forma espectacular, en un mercado bursátil global, con una concentración progresiva de las órdenes de compra-venta en muy pocas manos, y el predominio de generación automática de órdenes basadas en modelos matemáticos complejos ⁽⁶⁾, que están provocando mayor volatilidad y cambios súbitos en el humor de los mercados.

Lo anterior significa que la valoración de los activos –la riqueza de familias y empresas– está sostenida por dos variables cuya tendencia no puede mantenerse de manera indefinida: 1) tipos de interés nominales próximos a cero, y 2) incrementos de la liquidez por parte de los bancos centrales. Se trata de una situación muy inestable en la que pueden producirse fuertes oscilaciones de las cotizaciones con el peligro de un *crack* por algún motivo, quizá nimio, que puede actuar como

detonante. Como ha señalado White (2009) "la cura puede ser tan peligrosa como la enfermedad" (p. 12).

Los efectos del QE sobre la valoración de los activos influyen sobre la distribución de la renta y la riqueza. Es cierto que los activos están progresivamente concentrados en la inversión institucional (fondos de inversión, seguros y pensiones) y que el sostenimiento o alza del precio de los activos mejora los rendimientos de los beneficiarios de los distintos instrumentos de inversión colectiva que afectan a multitud de inversores, pero también lo es que benefician más que proporcionalmente a las grandes fortunas, en las que la renta variable tiene un mayor peso (Magnus, 2012, p. 6) ⁽⁷⁾.

Con posterioridad a la crisis, Greenspan (2011) ha puesto énfasis en señalar al valor de las acciones como una variable que ha sido infravalorada en las economías de mercado. Sólo recientemente se ha reconocido su impacto en el efecto riqueza. Añade significativamente:

"Esta es una forma de estímulo que no precisa deuda adicional para financiarlo. Sospecho que el valor de las acciones, tanto si evoluciona al alza o a la baja desde el nivel actual, será un componente importante, junto al grado de activismo gubernamental, para conformar la economía de los Estados Unidos y del mundo en los próximos años" (p. 17).

Se tienen dudas sobre los efectos del QE aparte del efecto riqueza ya citado. Muchas más dudas existen sobre la posible salida de esta acumulación de activos en los bancos centrales una vez que la situación se normalice, y decidan reducir el tamaño de su balance. P. Turner (2014) sitúa la cuestión:

"Los precios de los activos han tenido un incremento considerable. Sin embargo, la esperanza de crecimiento real del Producto Nacional que hubiera permitido reducir los activos de los bancos centrales no se ha materializado. Esta desconexión entre la rápida subida del precio de los activos y la debilidad persistente de la demanda es preocupante. ¿Es ésta una burbuja que puede estallar de repente? ¿O los pronosticadores han subestimado la fortaleza de la demanda real en los dos próximos años?" (p. 12).

8. EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO

El nivel de endeudamiento de empresas y familias ha alcanzado cotas excesivas y ha provocado la recesión de balance. Naturalmente se ha producido por las decisiones de prestamistas y prestatarios, pero soportando los intereses de ambos había una

construcción ideológica cuyo punto esencial era que los agentes en el mercado eran los únicos que podían pronunciarse por el nivel de riesgo asumido. Nadie mejor que ellos podían, en defensa de su propio provecho, juzgar la cuantía y características del endeudamiento compatibles con la capacidad de hacer frente a las obligaciones financieras contraídas.

8.1 Relevancia de Greenspan

Si tuviera que concretar una figura defensora de esa filosofía, escogería a Greenspan, el Presidente de la FED anterior a Bernanke. En un libro que condensa su forma de enfocar los problemas, publicado al finalizar su mandato en el año 2007, y en relación con el endeudamiento, Greenspan expone:

"... la proporción de la deuda de los hogares respecto a su renta sigue creciendo, y los críticos todavía se frotan las manos... Estos temores pasan por alto un hecho fundamental de la vida moderna: en una economía de mercado, el aumento de la deuda va de la mano del progreso" (p. 398).

"Una ratio deuda-renta al alza para los hogares o la deuda no financiera total respecto del PIB no es, por sí misma, una medida de tensión financiera... Tanto los activos como la deuda del sector no financiero han subido más rápido que la renta a lo largo del pasado medio siglo... Cuesta juzgar lo problemático que es el aumento del apalancamiento financiero a largo plazo" (p. 414).

"El aumento del apalancamiento parece ser el resultado de las enormes mejoras en tecnología e infraestructuras no de unos humanos significativamente más propensos al riesgo" (p. 415)⁽⁸⁾.

En otro libro publicado en el 2013, con la experiencia de la crisis, su opinión sobre el nivel de endeudamiento es muy distinta:

"Como detallé en el capítulo 2, los crashes de 1987 y 2000 tuvieron comparativamente efectos negativos mínimos sobre la economía. La severidad de la destrucción causada por el estallido de una burbuja está determinada no por la clase de activo que se convierte en tóxico sino por el nivel de endeudamiento empleado por sus compradores. Esta última condición determina en qué medida el contagio resulta desestabilizador. En suma, el nivel de endeudamiento importa, como vimos en el capítulo 2" (p. 10).

Las ideas de Greenspan anteriores a la crisis sobre el endeudamiento fueron el soporte ideológico sobre el cual se almacenó un volumen de deuda gigantesco. El concepto de eficiencia de los mercados y el favorable tratamiento fiscal de la deuda, como ha mostrado Ely (2001),

potenciaron las ideas liberalizadoras y la confianza en los mecanismos autoreguladores de los mercados:

"El modelo canónico de los mercados financieros óptimos supone que el nivel de endeudamiento nunca es peligroso puesto que los agentes racionales, perfectamente informados, escogen una posición óptima de deuda. De hecho, en un entorno de desregulación radical, la deuda se elevó a cotas sistémicas peligrosas en 2007" (Crotty, 2011, p. 23).

En un sentido parecido se pronuncia A.M. Taylor:

"Hasta la crisis de 2008, la opinión de consenso era que el desarrollo financiero –que significa más finanzas, o más M_2 , o más préstamos en relación al Producto Nacional, así como más instrumentos financieros– todo eso era beneficioso y perfecto" (2012, p. 4).

El apalancamiento se produjo sobre todo en el sector financiero, especialmente fuera de los bancos comerciales, y en las familias:

"Esto fue interpretado como profundización financiera y avances en la productividad y eficiencia en el desarrollo del sector financiero, y no como si el sector financiero y las familias entraran en un juego Ponzi ⁽⁹⁾ en el cual las expectativas de futuras ganancias de capital impulsaba las cotizaciones quedando los auténticos beneficios como un simple acompañante" (Buiter, 2008, p. 2).

Por su parte el FMI consideraba muy positiva la evolución de las finanzas cuyo pivote esencial era la mayor asunción de riesgo por parte de las familias:

"Se ha producido, sobre todo en los últimos años, una transferencia del riesgo financiero desde el sector bancario a los sectores no bancarios, sean estos financieros o el sector familiar. Esta dispersión del riesgo ha hecho más resistente el sistema financiero, particularmente porque el sector familiar está actuando más como un "absorbedor de shock de última instancia". Al mismo tiempo, los nuevos receptores del riesgo financiero deben aprender cómo gestionar los nuevos riesgos adquiridos" (2005, p. 89).

A la complacencia académica se opusieron algunas voces experimentadas como la de Gross (Presidente de PIMCO) que en el 2004 advertía del fuerte crecimiento de la deuda que había llegado ya a niveles sólo alcanzados en la Gran Depresión de los años 1930. Se argumentaba –y Gross lo advertía con alarma– que la sociedad había elegido endeudarse para invertir en productividad, para promover innovaciones o, desde la parte del Gobierno, para protegernos de la

amenaza terrorista en todo el mundo. Además los tipos de interés bajos permitían que el coste financiero se mantuviera bajo control.

"Que hay de malo con una deuda del 400 o del 500 % del Producto Nacional?

Bien, déjenme decirles lo que hay de malo. Los niveles de deuda y la cuota de ésta tienen límites. Cuando los tipos de interés suban, el coste del servicio de la deuda, en una economía que se endeuda de forma acelerada, morderá eventualmente la mano de su maestro (subrayado de Gross).

Mi argumento es que en algún punto de este ascenso imparable de la deuda respecto al Producto Nacional, alguien dirá "no más"... Es duro decirlo, pero les digo que sucederá, con helicóptero o sin helicóptero, y sobrevendrá una recesión económica sin parangón al menos desde los primeros 1980 cuando Volcker empezó su vigilancia "Sólo ante el peligro" (2004, p. 4) ⁽¹⁰⁾.

Lo que se ha demostrado es que el exceso de deuda fue la razón fundamental de la actual crisis financiera. "Sin embargo, eso no era evidente para muchos en el momento de estallar la crisis" (Crespo, 2014, p. 115).

8.2 Reivindicación de Minsky

"... Hyman Minsky, quien, prácticamente es el único de los economistas contemporáneos interesados por la inestabilidad financiera" (Kindleberger, 1984, p. 366).

Minsky murió en 1996. Fue considerado un heterodoxo que concentró su atención en el papel de las finanzas en una economía moderna. Su postura era de abierto rechazo a las virtudes que la ortodoxia asignaba a la racionalidad, eficiencia de los mercados, a la capacidad de autoregulación de éstos, y a las políticas de desregulación que se impusieron desde la década de 1980 y tendrían su momento culminante en los años que preceden a la crisis financiera. Mi objetivo aquí no es repasar las aportaciones de Minsky ⁽¹¹⁾. Me limito a un breve apunte que subraye la conexión de las ideas de Minsky con la crisis financiera actual.

Barbera (2009, p. XIV) sintetiza la tesis de Minsky en dos sentencias: 1) Un período largo de crecimiento saneado convence a la gente para que tome riesgos cada vez mayores; 2) Cuando una gran cantidad de gente se arriesga, pequeñas decepciones pueden tener devastadoras consecuencias.

Con la crisis financiera actual se ha puesto de moda el llamado "momento Minsky" que se produce cuando la escalada del endeudamiento llega a un umbral que alarma a los prestamistas ante la sospecha de que los prestatarios están incurriendo en estructuras tipo

Ponzi. Tiene lugar entonces una revisión de las expectativas sobre la capacidad de atender el servicio de la deuda de los prestatarios, y cualquier dato o incidente nimio provoca el desmoronamiento de la pirámide de crédito. El colapso de la estructura de deuda, la caída de los precios de los activos, y la crisis de las funciones normales del mercado bancario, obliga a la intervención de los bancos centrales para proteger la integridad del sistema bancario, proporcionar liquidez y restaurar la normalidad del flujo de crédito (Magnus, 2008, pp. 15, 65).

Krugman (2012) refleja la dinámica del proceso:

"Una vez que los niveles de deuda son suficientemente elevados, cualquier cosa puede activar el momento Minsky, ya sea una recesión normal y corriente, el estallido de una burbuja inmobiliaria, etc. La causa inmediata tiene poca importancia; lo importante es que los prestamistas descubren de nuevo los riesgos de la deuda, los deudores se ven obligados a iniciar el desapalancamiento y empieza la espiral deflación-deuda de Fisher" (p. 58).

Para Auerback et.al. (2010) el esquema de Minsky se fundamenta en la idea de que la estabilidad es desestabilizadora:

"... los participantes en el mercado, o agentes económicos, se comportan como lo hacen los seres humanos enfrentados a una incertidumbre fundamental: extrapolar la estabilidad actual hacia el futuro. Y, si la estabilidad se extrapola hacia el futuro, entonces se producirá una tendencia a que los agentes económicos asuman estructuras de riesgo crecientes" (p. 117).

De esta manera, la inestabilidad es endógena puesto que la estabilidad genera inestabilidad que hace al sistema cada vez más frágil, y está predispuesto a cualquier alteración sea o no financiera que afecte a la expectativa de los rendimientos futuros (Kregel, 2008, p. 7).

De la construcción de Minsky parece razonable que contemplara con recelo y prevención la desregulación de los mercados financieros, puesto que funcionando en un marco cada vez más liberal acentuaba la inestabilidad inherente del capitalismo. Por ello, era precisa una regulación pública estricta ya que la propia naturaleza del capitalismo moderno propicia los excesos especulativos que, sin una regulación externa, pueden provocar consecuencias desastrosas (Auerback et.al., 2010, p. 126).

Para terminar esta breve referencia recurriré a una página del que me parece el libro más significativo de Minsky (1986):

"A medida que nos alejamos en el tiempo de la última crisis financiera, es completamente natural para banqueros centrales, gobernantes, banqueros, hombres de negocios, e incluso

economistas, creer que hemos llegado a una nueva era. Los avisos tipo Casandra de que nada básico ha cambiado, que hay una ruptura financiera que conducirá a una depresión profunda, son naturalmente ignorados en esas circunstancias. Dado que los escépticos no tienen un dictamen (printouts) para probar la validez de sus opiniones, es lógico que la autoridad establecida ignore argumentos no derivados de la teoría convencional, el análisis histórico e institucional. Sin embargo, en un mundo de incertidumbre, con activos de capital de largo período de duración, propiedad privada, y las prácticas financieras sofisticadas de Wall Street, el funcionamiento positivo de una economía en el marco de una estructura financiera robusta dará lugar a una estructura que será progresivamente más frágil. Las fuerzas endógenas harán inestable una situación dominada por la especulación (hedge finance) ⁽¹²⁾ y la inestabilidad y esas fuerzas endógenas desequilibradas se harán más potentes cuando se incremente el peso de las finanzas especulativas y Ponzi”(p. 213).

8.3 Evolución del endeudamiento

Toda la información estadística muestra la fiebre de endeudamiento que se acelera en los siete primeros años del milenio, hasta que se produce la crisis actual. España, en esta carrera, ha sido un alumno aventajado:

"Entre 2001 y 2007, la deuda de las familias subió un 80 % en los Estados Unidos, el 87 % en el Reino Unido, en España el 168 %; se dobló en los países anglosajones y se triplicó en España... En ese mismo período, el ratio de endeudamiento de las familias en los Estados Unidos, medido por el porcentaje de deuda respecto a la renta bruta disponible, se elevó en 30 puntos porcentuales. En el Reino Unido este ratio subió 50 puntos, y en España 58 puntos" (La Caixa, 2012, p. 14).

Añadiré, como dato adicional, que el ritmo de desendeudamiento con la crisis ha sido más intenso en los Estados Unidos y en el Reino Unido que en España (Ibidem, p. 15).

El informe McKinsey (2010) remarca esta evolución para España:

"El crecimiento anual acumulativo de la deuda total (pública y privada) es el más importante de los países desarrollados, exceptuando el Reino Unido" (p. 10). "El endeudamiento de las familias en relación a la renta disponible se sitúa para España en 2008 en el 130 %, por encima de los países europeos, exceptuando al Reino Unido. La velocidad de crecimiento entre el 2000 y 2008 de este porcentaje ha sido en España la más elevada del mundo" (p. 24).

Agrega, como dato complementario, que el incremento del ratio de endeudamiento fue mayor en los hogares más modestos.

En el alza del endeudamiento de las familias el sector bancario tuvo un comportamiento decisivo. El apalancamiento progresivo de los bancos añadió más inestabilidad potencial a la espiral de deuda. En 1998 el ratio de recursos propios a recursos totales se situaba en una horquilla entre 6'6 y 8'3 %; en el 2007 era 1'7 – 2'5 %. Los bancos no apelaron demasiado a la emisión de capital y de manera creciente los nuevos activos se situaron fuera del balance, aunque afortunadamente esta práctica no fue permitida en España. Se produjo una gran expansión de los préstamos interbancarios y del mercado de crédito a corto plazo (Magnus, 2009a, p. 2).

La frontera entre un endeudamiento asumible y otro insostenible es aventurado precisarla. Estamos ante una situación nueva que tiene como pivote esencial la globalización de las finanzas. En ese marco general, la situación de los países tiene características singulares que precisan un tratamiento ajustado a su realidad económica y social. Pese a eso, los economistas que nos debatimos en una niebla espesa, tenemos necesidad de asirnos a la experiencia histórica y a los datos agregados. Con estas limitaciones, carece de sentido pretender rigor en las cuantificaciones promedias de países muy diferentes, en tiempos y situaciones específicos. La utilidad de las investigaciones no debería prescindir de estas circunstancias y aceptar los ratios y porcentajes solamente como orientación general.

Seguramente las contribuciones más destacadas sobre los precedentes históricos del endeudamiento y la crisis financiera son las de Reinhart y Rogoff. Estos autores nos han proporcionado investigaciones valiosísimas con pautas generales y exposición de tendencias, pero que es preciso considerarlas con toda precaución. Por ejemplo, cuando estos autores (con V.R. Reinhart) sitúan en el 90% sobre el PIB el límite del endeudamiento público tolerable para que no afecte negativamente al crecimiento económico, ese porcentaje no debe considerarse como un umbral válido para todos los países en todas las circunstancias (2012). Idénticas cautelas son aconsejables cuando cifran en 8 años el tiempo promedio de recuperación del Producto Nacional después de que se inicie una crisis bancaria de carácter sistémico (2014).

La investigación de Cecchetti et.al. (2011) ofrece también algunos datos indicativos. Su estudio abarca el período 1980-2010 y cubre 18 países de la OECD. Su principal conclusión es que a partir de un cierto nivel, la deuda es una rémora para el crecimiento económico. Para la deuda pública el umbral se sitúa en torno al 85 % del Producto Nacional Bruto; en la deuda de las empresas en el 90 % y para las familias en el 85 %.

La tendencia creciente del endeudamiento está normalmente correlacionada positivamente con el crecimiento económico. No ha sido

el caso, sin embargo, en la década del 2000 hasta el 2007. Según Turner et.al. (2010a, p. 7) la explosión de deuda privada no ha propiciado el crecimiento económico; en vez de eso ha apoyado la estabilidad del consumo e inducido a un mayor apalancamiento.

En el caso español, el crecimiento agresivo del endeudamiento impulsó el crecimiento económico, doblándose en los años citados la tasa de la eurozona y acercando el PIB por habitante al promedio europeo. El acelerado endeudamiento, el protagonismo de la construcción, y el retraso en reconocer la importancia de la crisis explican que a partir del 2008, España la sufriera con mayor dureza, invirtiendo la tendencia al acercamiento con Europa.

Por último, esa situación de alto endeudamiento puede prolongarse durante mucho tiempo:

"Desafortunadamente, una economía con un alto ratio de endeudamiento puede mantenerse sin ser consciente en un acantilado financiero durante muchos años, antes que la casualidad o las circunstancias provoquen una crisis de confianza que empuje al abismo" (Reinhart y Rogoff, 2009, p. 1).

8.4 El proceso de desendeudamiento

El ratio de endeudamiento es procíclico, se eleva en los períodos de boom económico y se reduce en los de crisis; esos movimientos se reflejan en la valoración de los activos. De esta forma, las variaciones en el ratio de endeudamiento tienen un fuerte impacto sobre las cotizaciones de los activos, contribuyendo a la formación de burbujas y a su estallido (Geanakoplos, 2009, y 2010). Además, la cuantía y el ratio de endeudamiento son determinantes claves de la estabilidad financiera (Turner, 2011).

Cuestión fundamental, y actual, es que la reducción del ratio de endeudamiento produce tensiones deflacionistas:

"La reducción del ratio de endeudamiento en el sector privado es un proceso inherentemente deflacionista difícil de detener. En su forma simple, fuerza a empresas y familias a diferir su gasto ante la expectativa de precios en descenso lo que acentúa la tendencia. Las empresas recortan costes para proteger sus márgenes debilitando el empleo y la renta, lo cual afecta a la demanda efectiva. Conjuntamente con la baja de los precios de los activos, provoca una disminución de la solvencia y del patrimonio neto de bancos y familias, agravando el impacto de la baja de los precios de los activos en los balances, e incrementando el valor de la deuda" (Magnus, 2009b, p. 5).

En términos parecidos se manifiesta Yellen (2009b). El proceso de desendeudamiento transmite impulsos recesivos en toda la economía.

Afecta al consumo, especialmente de bienes duraderos, impulsa al ahorro, las empresas cancelan inversiones y despiden trabajadores. Las instituciones financieras venden activos para aumentar la liquidez y resistir el embate de la crisis. "Una vez más, Minsky entendió esta dinámica" (p. 41).

Las instituciones financieras resultan especialmente afectadas por el proceso de reducción de la deuda y del ratio de endeudamiento. Sobre este punto hay consenso generalizado en salvaguardar al sector bancario de forma prioritaria. Se trata de proteger el sistema de pagos y de facilitar el saneamiento que permita la reanudación del circuito de crédito. La experiencia internacional avala el consejo: el retraso de Japón, y la contundencia de los países nórdicos muestra las dos caras de la situación. Borio (2013) precisa el argumento en los siguientes términos:

"La política prudente significa reparar el balance de los bancos de forma agresiva reconociendo plenamente todas las pérdidas, eliminando activos, reponiendo el capital con condiciones estrictas, y llevando a cabo la reducción de los excesos de capacidad necesarios para una rentabilidad sostenida. Esto es lo que hicieron los países nórdicos y lo que Japón no hizo cuando estallaron sus ciclos financieros respectivos en los primeros años de la década de los noventa; y explica en parte la evolución económica divergente que tuvieron a continuación" (p. 4).

Conviene anotar que, en el caso de los países nórdicos, al éxito de la operación coadyuvó la depreciación de sus monedas que facilitó un boom exportador en una economía global en una fase de fuerte crecimiento (Brunnermeier y Sannikov, 2012, p. 32).

Las recesiones de balance son difíciles de superar. La fórmula inmediata y general es la depreciación del tipo de cambio. Si no se dispone de autonomía monetaria, la única opción válida es llevar a cabo reformas estructurales tales como reducción de salarios, incremento de las horas de trabajo, prolongación de la edad de retiro, liberalización de los mercados de trabajo y productos, e incremento de la eficiencia en el sector público (Matt King, 2010, p. 19).

Estos programas son difíciles de implementar, llevan mucho tiempo, comportan desigualdades en su aplicación y provocan reacciones sociales negativas. Si es preciso el saneamiento del sistema bancario mediante la aplicación de fondos públicos, la incidencia en el déficit agrava el rechazo y la indignación, y hace más difícil aún la política de austeridad fiscal que impulsa de nuevo la reducción del crecimiento económico y la deflación, acentuando, en un bucle perverso, el problema que se pretendía corregir: el exceso de endeudamiento.

Este es el escenario en el que se mueven los países periféricos de Europa. La experiencia negativa de la austeridad fiscal ha obligado a

suavizar el ajuste. Como se ha señalado: "El proceso completo de desendeudamiento en el sector público, en el sistema bancario y, (en muchos países) en las familias y en las empresas no financieras, podría durar el resto de la década" (Buiter y Rahbari, 2012, p. 11).

Ante un panorama tan negativo como el expuesto, provocado por la crisis financiera que ha puesto en evidencia el exceso de endeudamiento y la dificultad de reducirlo a cotas manejables, han surgido voces que reclaman una revisión de las ideas en las finanzas que han conducido a esta situación. Una de las más autorizadas es la de Turner que entiende preciso revisar las funciones que las finanzas realizan en la economía, el nivel óptimo del ratio de endeudamiento para la economía en conjunto, y la magnitud óptima del volumen de *trading*:

"Estas eran cuestiones que usualmente evitábamos, puesto que la ideología dominante nos decía que no eran válidas o eran irrelevantes, y que el nivel de endeudamiento o el de actividad de trading era óptimo de manera axiomática puesto que era determinado en el mercado libre. A la vista de esta crisis financiera, no podemos evitarlos por más tiempo" (Turner, 2009, p. 6).

Otro experto en finanzas, Cecchetti (2012) insiste en un punto que está inspirando reflexión creciente: el exceso del peso de las finanzas que a partir de un determinado nivel es una rémora para el crecimiento económico. En períodos de boom, sobre todo, consume recursos escasos de mano de obra y capital:

"Esos factores combinados conducen a la inescapable conclusión de que, más allá de un cierto punto, el desarrollo financiero perjudica a la economía. En vez de suministrar el oxígeno que la economía precisa para un crecimiento saludable, absorbe el aire del sistema y empieza a sofocarla lentamente. Familias y empresas acumulan demasiada deuda. Y recursos valiosos son desperdiciados. Necesitamos hacer algo al respecto" (Cecchetti, 2012, p. 4).

La comprensión de los efectos del proceso de desendeudamiento se facilita si acudimos a conceptos claves. Eggertsson y Krugman (2010, p. 23) sugieren las aportaciones de Fisher con su teoría de "deuda-deflación"; el shock que induce a reducir deuda responde a la idea del "momento Minsky"; y las dificultades del ajuste que se clarifican a partir del concepto de Koo "recesión de balance".

Hay un aspecto fundamental y es la lentitud del proceso de desendeudamiento. No estamos ante un ajuste general e instantáneo propiciado por la modificación del tipo de cambio, sino enfrentados a correcciones que influyen en cuestiones claves como el desempleo de larga duración y la cohesión social.

"Lo mucho que se tarda en salir de una recesión de balance en una democracia significa que el sector privado necesita muchos años de sufrimiento para saldar deuda con unos ingresos estancados o que se reducen... Superar esta aversión a la deuda podría denominarse el "problema de salida" de las recesiones de balance" (Koo, 2013a, pp. 123, 124).

8.5 Fórmulas para reducir el endeudamiento

El análisis de Reinhart y Rogoff (2013) sobre los procedimientos utilizados a lo largo de la historia para reducir el endeudamiento es clarificador:

1. Crecimiento económico
2. Ajuste Fiscal-Austeridad
3. Default o Reestructuración (de jure)
4. Inflación por sorpresa
5. Dosis continuada de represión financiera acompañada de una dosis sostenida de inflación

Repasaré muy brevemente estos puntos y me detendré algo más en considerar la represión financiera.

El crecimiento económico es la opción ideal. El problema es cómo puede producirse en un proceso de desapalancamiento que emite estímulos negativos. Lo mismo cabe decir del Ajuste Fiscal-Austeridad, que provoca también impulsos negativos como prueba claramente la experiencia europea.

Respecto al Default o Reestructuración es el recurso final cuando los acreedores no dejan otra alternativa que apretar el dogal de los deudores. Cuando los países se ven forzados a elegir entre el incumplimiento de la deuda o la estabilidad social no existe otra salida que ésta última opción. Keynes señaló, muy expresivamente, que los deudores sólo pueden ser honorables si los acreedores son responsables. Como recuerdan Reinhart y Sbrancia (2011):

"De esta forma el alto endeudamiento de la Primera Guerra Mundial y la deuda subsiguiente asociada a la Gran Depresión de los años 1930s se resolvió principalmente a través de default y reestructuración. Ni el crecimiento económico ni la inflación contribuyeron mucho" (p. 7).

El endeudamiento procedente de la Segunda Guerra Mundial se redujo mediante la "represión financiera" en el marco regulado por las instituciones que surgen de Bretton Woods. La represión financiera incluía: asignación directa por los gobiernos de recursos financieros, limitaciones a los tipos de interés activos y pasivos y regulaciones de los movimientos internacionales de capital (Reinhart y Rogoff, 2011).

En España este programa funcionó con pleno rigor durante cuatro décadas hasta los primeros años de la década de 1980.

En cuanto a la inflación, ha sido el recurso histórico para reducir cotas de endeudamiento excesivo. Enunciar como objetivo deseable lo que ha sido el peligro combatido con más fuerza hasta la crisis de 2008, refleja los cambios que se han producido en las ideas. Tres puntos a destacar: 1) preconizar la opción inflacionista, aunque sea en voz baja y de cuantía moderada, pone en peligro la respetabilidad profesional; 2) no es un objetivo sencillo de alcanzar en tanto el sector privado continúe con la atonía, y 3) si se consiguiera, existe el temor de que sería difícil reconducir la tasa de inflación a niveles tolerables.

En relación a este último punto, Aizenman y Marion (2009) han señalado como la historia sugiere que una inflación modesta puede incrementar el riesgo de una aceleración inflacionista hasta niveles de doble dígito, como sucedió en 1947 y en 1979-1981 (p. 18).

En su Memoria Anual de 2010 el BIS aborda esta cuestión; apunta la tentación de tolerar un inesperado repunte de la inflación para reducir el valor real de la deuda, sobre todo si una parte de ésta es a largo plazo y financiada en el exterior. Pero añade:

"Esa tentación será incluso mayor si el presupuesto público se considera principalmente en términos nominales, de forma que una mayor inflación inesperada eleva los ingresos fiscales reales y reduce el gasto público. Como resultado, la presión política sobre el banco central para que tolere el repunte de la inflación puede aumentar. Sin embargo, cualquier beneficio de una inflación inesperada sería temporal, en tanto que el coste sería ciertamente más alto y duradero. El coste incluye tipos de interés permanentemente más altos en el futuro, deficiente asignación de recursos por la mayor inflación, y la pérdida de producción que probablemente sería necesaria para rebajar la inflación hasta su nivel normal" (p. 69).

9. REPRESIÓN FINANCIERA

La crisis financiera actual ha impulsado el estudio de períodos de estabilidad financiera en los que inspirar las medidas a adoptar para reducir la inestabilidad de las finanzas, y el peligro de crisis como la que estamos sufriendo. El período 1945-1975 ha sido el de mayor estabilidad financiera, en el cual se produjo un fuerte crecimiento económico. Es comprensible que hacía estos años se haya vuelto la atención, presionados por la incertidumbre y el desconcierto de la crisis actual.

Minsky nos advirtió que la inestabilidad financiera posterior a esa etapa no debe llamar la atención; lo extraordinario fueron esos años de finanzas sólidas que tuvieron lugar por unas condiciones excepcionales:

- La legislación bancaria establecida como consecuencia de la Gran Depresión limitaba la competencia, y organizó una rígida compartimentación de las actividades financieras.
- La experiencia de la Gran Depresión desarrolló actitudes conservadoras ante el endeudamiento de los agentes económicos.
- El papel creciente del gobierno, a partir de niveles reducidos, impulsaba la economía y facilitaba el activo financiero básico para la banca comercial.
- En el período de posguerra los tipos de interés permanecieron muy estables ⁽¹³⁾.

El período citado de estabilidad financiera puede explicarse, según Reinhart y Rogoff (2008), por el fuerte crecimiento de la posguerra, "pero quizá más por la represión de los mercados financieros nacionales (en varios grados) y el uso decidido del control internacional del capital, que siguió durante muchos después de la segunda guerra mundial" (p. 6). La vía de la represión financiera se fundamenta en el espíritu de *Bretton Woods* y en las ideas prevalecientes de restricción de las finanzas generadas en la Gran Depresión.

Los tipos de interés activos y pasivos fijados por el gobierno se establecieron con el objetivo de penalizar las inversiones financieras sin riesgo y favorecer la demanda de crédito de las empresas: "En el período entre 1940-1980 los inversores en bonos del Tesoro americano o en *Gilts* ingleses perdieron la mitad de su capital en términos reales" (Reid, 2011, p. 1).

El período de represión financiera es recordado por el alto crecimiento de la economía y la estabilidad financiera:

"Merece la pena advertir que empíricamente el período de "represión financiera" en la posguerra (1945-1975)... fue de rápido y sostenido crecimiento económico y se compara favorablemente con los 30 años siguientes. No hay evidencia empírica a nivel agregado que soporte la creencia de que la liberalización y profundización de las finanzas haya generado un crecimiento económico mayor" (Turner, 2011, p. 22).

La situación actual es muy diferente:

"El incentivo para reducir el exceso de deuda es más imperioso ahora que hace cincuenta años. Después de la Segunda Guerra, el exceso se limitaba a la deuda pública (ya que el sector privado había reducido dolorosamente su ratio de endeudamiento entre los años 1930 y la guerra); en la actualidad el exceso de deuda

en muchas economías avanzadas comprende (en grado diverso) deuda de las familias, de las empresas, de las instituciones financieras y de los gobiernos” (Reinhart y Sbrancia, 2011, p. 19).

Naturalmente, una cosa es buscar inspiración en episodios del pasado y otra, muy distinta, intentar aplicar medidas que entonces tuvieron éxito en un entorno institucional determinado y en una circunstancia histórica concreta. En esa dirección se pronuncia el FMI (2012):

“... parece posible que la represión financiera como la practicada por los Estados Unidos después de la Segunda Guerra Mundial no fuera efectiva hoy para países que se están beneficiando de tipos de interés de la deuda pública históricamente muy reducidos. Además, las consecuencias inflacionistas de la represión financiera podían poner en peligro la estructura institucional establecida en los últimos 30 años para reducir la inflación. Si las políticas inspiradas en esta experiencia pueden ayudar, es una cuestión abierta” (pp. 125, 126).

En otras épocas ha tenido lugar una reducción del endeudamiento , como en la etapa 1946-1973. Buiter y Rahbary (2011, p. 11) creen que en la actualidad no es tan factible por cuatro razones:

- 1) Entonces era, sobre todo, deuda pública; ahora es deuda privada de sectores financieros y no financieros.
- 2) El período 1946-1973 fue de fuerte crecimiento económico en los Estados Unidos y en Europa.
- 3) La represión financiera era probablemente más factible, así como mayor la tolerancia a la inflación, y más acomodaticia la posición de los bancos centrales.
- 4) La desigualdad actual de la renta personal en Europa y los Estados Unidos, y el debilitamiento del centro político hace más difícil hoy construir y sostener un consenso para el reparto de los costes fiscales.

Las ideas predominantes en finanzas se han conmovido con la crisis financiera, pero las críticas sólo han erosionado la superficie del armazón teórico haciendo, sobre todo, preguntas inquietantes. Pese a eso, las urgencias que impone la crisis financiera han hecho que se produzcan fórmulas de represión financiera adaptadas a la nueva situación. Tales serían la asignación forzosa de recursos de las instituciones de inversión colectiva, los topes implícitos o explícitos a los tipos de interés, y mayor vigilancia y regulación de los movimientos internacionales de capital (Reinhart y Rogoff, 2011).

De manera que la dimensión de la deuda y la dificultad de reducirla ha inducido a posiciones más comprensivas respecto a la represión financiera (regresión financiera es la denominación de Reid, 2011). La alternativa, según este autor, es el riesgo creciente de *default* para la

deuda pública y para los bancos en los países desarrollados en los próximos años:

"El mundo de hoy es muy distinto de los bulliciosos días de digamos 2006 y podría ser completamente diferente sin una intervención decidida de las autoridades... puede que en el 2016 estemos acostumbrados a un mayor control y manipulación de la economía financiera que el de hoy" (Ibidem, p. 8).

10. LA SITUACIÓN DE ESPAÑA

En el planteamiento general que he realizado debe encuadrarse la reflexión que sigue sobre la situación española y sus alternativas reales.

El primer punto del diagnóstico que deseo subrayar es que en España estamos sufriendo una recesión de balance. El nivel alcanzado por el endeudamiento de las familias, de las empresas, y del sistema bancario fuerzan al adelgazamiento de sus balances. El factor compensador es el incremento de la deuda del sector público que no cesa de aumentar atenuando el efecto contractivo del endeudamiento del resto de los agentes.

En esa situación, recurrir como solución para reactivar la economía al crecimiento del crédito del sistema bancario es más un buen deseo que una expectativa realista. El propio sistema bancario está reduciendo su endeudamiento; los créditos morosos, no completamente afluídos, aconsejan precaución; las familias están reduciendo también la deuda, y el desempleo y las expectativas de un crecimiento débil sugieren cautela para afrontar nuevas operaciones de crédito.

En cuanto a las empresas no financieras, el peso del crédito al sector construcción y a las inmobiliarias es aún muy elevado, y está pendiente de regularizaciones futuras. Quedan las empresas comerciales e industriales que son la gran esperanza; muchas están endeudadas en exceso; otras, con proyectos en marcha tienen dificultades para atender las garantías exigidas por los prestamistas. En síntesis, tanto por la vía de la oferta como de la demanda no parece razonable esperar un repunte del crédito que impulse un crecimiento económico sostenido.

El segundo punto es repasar, someramente, los procedimientos utilizados a lo largo de la historia para reducir el endeudamiento. Seguiré el orden de Reinhart y Rogoff que ya he expuesto.

Respecto al Crecimiento Económico/Ajuste Fiscal-Austeridad es, sin duda, la opción ideal. El problema, repito, es cómo puede producirse en un proceso de desapalancamiento que emite estímulos negativos. Lo

mismo cabe decir del Ajuste Fiscal-Austeridad que provoca también impulsos recesivos, como prueba claramente la experiencia europea.

En cuanto al Default o Reestructuración (de jure), con esta hipótesis entramos en terrenos pantanosos. La reestructuración de la deuda exigiría la comprensión y la tolerancia de la Unión Europea, pero, además, tendría efectos demoledores por las posibles reacciones del Sistema Financiero Mundial. Una decisión de ese calibre sólo cabe considerarla como recurso final, cuando los acreedores no dejan más opción a los deudores, por la amenaza de quiebra económica y social.

En cuanto a la inflación, a través de la historia, ha sido la fórmula que ha permitido la reducción real de la deuda pública y privada. En la actualidad, el peligro que acecha es precisamente lo contrario: la deflación que implica como efecto fundamental el aumento de la deuda en términos reales. Ahora, como en la década de los años treinta, muchos analistas se retraen de expresar claramente el alivio que supondría una inflación moderada; ese objetivo, además, no es tan fácil de conseguir como la experiencia japonesa y la de la Unión Monetaria Europea muestran con claridad.

Ya he aludido a los peligros que se apuntan de activar la inflación como solución. Añadir, simplemente que, en el marco de la Unión Europea, ni propiciar la inflación ni la represión financiera son opciones factibles de considerar con una óptica nacional.

El tercer aspecto a considerar es que España no tiene moneda propia; el crecimiento económico es muy leve y no puede esperarse un alivio importante para nuestro principal problema: el desempleo. De hecho, sólo queda la devaluación interna y la reestructuración institucional para intentar crecer a un ritmo algo superior, pero la devaluación interna es lenta con incidencia desigual, y las reformas estructurales – difíciles de implementar– dan buenos resultados pero a largo plazo ⁽¹⁴⁾.

El objetivo de un crecimiento económico más intenso está limitado por el escaso dinamismo del consumo privado, el tope del consumo público por la incidencia en el déficit, y el débil pulso a la inversión privada, por el sector inmobiliario que sigue preso de los excesos del pasado. Queda como única vía las exportaciones y el turismo; este último se está comportando extraordinariamente bien, aprovechando los conflictos de los países mediterráneos con los cuales competimos directamente.

En cuanto a las exportaciones, la evolución de las empresas españolas está siendo excelente, pero existen limitaciones que dificultan que tengan una incidencia mucho mayor en apoyo al crecimiento económico. En las manufacturas, España compite con productos que también fabrican países con menores salarios, con lo que la reducción de éstos no es determinante y afecta en cambio a la demanda de consumo. España se encuentra atrapada en la dificultad de competir con países como Alemania, que concentra su exportación en productos

complejos en los cuales la tecnología es el factor principal, y otros, como China, con bajos salarios. Está claro que España debe moverse en la dirección de Alemania pero es una solución de la que sólo cabe esperar frutos a largo plazo (Felipe y Kumar, 2011, pp. 5-7).

La capacidad de arrastre de las exportaciones para impulsar al conjunto de la economía española es limitada por dos razones: 1) Pese al incremento de los últimos años su significación, en porcentaje sobre el PIB, es menor que el promedio de la Unión Europea; 2) En España es alto el contenido de productos importados en los bienes exportados. "Esto implica que el valor añadido para la economía española que genera la demanda exterior es relativamente modesto" (Fernández, 2013, p. 43).

De manera que el ajuste de la economía española, sólo cabe considerarlo en el largo plazo, lo cual contrasta con las urgencias de un paro lacerante, con el aumento de la desigualdad y el incremento de la pobreza. La salida ordenada de la situación actual requiere la aceptación de que estamos ante un proceso largo, lento y doloroso, cuyas aristas sólo pueden suavizarse con una especial atención a los más desfavorecidos.

Krugman (2012) ha expuesto la situación con crudeza:

"... España y otros países tendrán que atravesar un largo período de tiempo con tasas de desempleo elevadísimas, lo suficientemente altas como para que vayan forzando una muy lenta reducción salarial. Y aquí no ha terminado todo. Los países que ahora se ven obligados a ajustar los costes son los mismos que tuvieron la mayor acumulación de deuda privada antes de la crisis. Ahora se enfrentan a la deflación que incrementará el peso real del endeudamiento" (p. 194).

Dos circunstancias inciden en el creciente clima de indignación social: el reflatamiento del sistema bancario, esto es, la crisis de las Cajas de Ahorro y los efectos de la política monetaria.

Resolver los problemas del sector bancario originados por la crisis es un objetivo prioritario:

"Las crisis del pasado parecen indicar que la gestión de los problemas sistémicos de los bancos es clave para sanear el sector bancario. Es difícil resolver los dos factores principales que influyen en el crecimiento del crédito en una crisis –el desendeudamiento de familias y empresas reduce la demanda y la vulnerabilidad de los balances bancarios reduce la oferta–. Pero está claro que, para facilitar la recuperación del crédito, es importante eliminar los obstáculos a los préstamos de los bancos" (Bank of England, 2009, p. 23).

En cuanto a la crisis del sistema bancario hay que exponer con claridad que era prioritario su saneamiento para poder propiciar la futura recuperación del crédito, como prueba ampliamente la experiencia internacional. Las cifras que se manejan del coste de reflotamiento son impresionantes, pero no deben ocultarse puesto que de lo que se ha tratado ha sido de intentar salvaguardar el ahorro depositado en las entidades. Dicho eso, los excesos cometidos por los directivos son de tal calibre que no tienen justificación alguna las elevadas cuantías de las indemnizaciones y de los programas de retiro de los responsables. Son simplemente un escándalo social. En mi opinión, la Administración ha sido cicatera con cientos de miles de ahorradores modestos que han invertido sus ahorros confundidos por las propias entidades crediticias, y sin el amparo de las instituciones reguladoras.

Turner (2011) ha expuesto la situación con claridad:

"La toma de conciencia y el resentimiento se agudiza cuando por la crisis financiera los contribuyentes tienen que financiar los rescates bancarios. Queda claro entonces que algunas actividades financieras lejos de añadir valor en productos complejos y difíciles de entender, producen inestabilidad financiera y perjuicio económico. Y esas actividades terminan siendo subsidiadas por los contribuyentes: las ganancias fueron privatizadas, y las pérdidas socializadas. El profundo resentimiento contra las altas indemnizaciones a los banqueros es fácil de entender" (p. 19).

Respecto a los efectos de la política monetaria, las masivas inyecciones de liquidez y la baja de los tipos de interés, han cumplido dos objetivos: contribuir al fortalecimiento de los balances bancarios facilitando el Banco Central Europeo fondos a bajísimo interés que las entidades invertían en deuda pública, y presionar el alza de las valoraciones de los activos, en especial los bursátiles.

En estas circunstancias es muy difícil formular un discurso convincente que apele al sacrificio común. No es posible conciliar las ayudas al sector bancario, proporcionadas por el sector público y la política monetaria, así como las revalorizaciones de los patrimonios bursátiles, con la dureza con la cual se procede a desahucios de viviendas por impagos imputables, en la mayoría de los casos, a la propia crisis. Este es un terreno abonado para extremismos y demagogias.

En este entorno, es importante mejorar las expectativas de familias y empresas, pero también lo es matizar las declaraciones de los responsables públicos y de los grandes empresarios, cuyas proclamas para exaltar a los "animal spirits", chocan con una realidad que no permite el optimismo, con lo cual los efectos sobre el clima de opinión serán superficiales y decrecientes.

En esta coyuntura, tan especial para España, es preciso encarar la difícil situación con claridad, exponiendo la inevitabilidad de los efectos del proceso sobre la mayor desigualdad ⁽¹⁵⁾, pero promoviendo, con decisión, medidas solidarias que las compensen y hagan viable y soportable la difícil operación de devaluación interna y de recesión de balance.

Termino con una reflexión que comparto plenamente:

"De todos los fines en conflicto y sólo en parte conciliables que podemos perseguir, el prioritario es sin duda reducir la desigualdad. En condiciones de una desigualdad endémica resulta difícil alcanzar todas las demás metas deseables. En este sentido siempre hemos sabido que la desigualdad no es sólo preocupante desde el punto de vista moral: también es ineficaz" (T. Judt, 2010, pp. 175 y 176).

11. NOTAS

- (1) Según el Informe Anual del BIS (2014, p. 45) el término "balance sheet recession" fue primeramente empleado por Koo en el 2003. La misma observación en Borio (2012, p. 26), y en Caruana et.al (2014, p. 155)..
El primer análisis que tengo de Koo es del año 2001 titulado "The Japan Economy in Balance Recession". En el citado Informe del BIS se recoge la literatura derivada de la aportación de Koo (p. 46).
- (2) Ver en este sentido: Borio (2006, 2007 y 2008); Borio, English y Filardo (2003); Borio y Lowe (2002); Borio y White (2004); Crockett (2000); Disyatat (2005), y White (2006).
- (3) La magnitud del desplome del precio de los activos en Japón, y de sus consecuencias, es el objeto de mi libro: La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón (2003).
- (4) Se han producido numerosas crisis financieras sin la profundidad y el alcance de las tres calificadas como recesión de balance. En mi libro: Crisis Financieras. Enseñanzas de cinco episodios (2006) se revisan, además de la Gran Depresión y la crisis de Japón, el crack bursátil de 1987, la crisis del Long-Term Capital Management de 1998, y la burbuja tecnológica de la segunda mitad de 1990. Las dos primeras las calificué como de larga duración al afectar al sistema bancario; las otras tres fueron de corta duración al no implicar al sistema bancario.
- (5) Borio y Disyatat (2009, p. 25) inciden sobre el riesgo de los bancos centrales en la aplicación de la nueva política para afrontar la crisis. Asimismo en Borio (2011).
- (6) A la concentración de órdenes y al aumento de las transacciones he aludido en Torrero (2014).

- (7) En Piketty (2013), capítulo 12: "Global Inequality of Wealth in the Twenty-First Century" puede apreciarse como los índices expresivos de la desigualdad de la riqueza se incrementan a partir de la crisis financiera de 2008.
- (8) Recogido con mayor detalle en Torrero (2013a, pp. 69-74).
- (9) Alude a las prácticas de un financiero bostoniano de ese nombre. Charles Ponzi prometía a los inversores altos tipos de interés (40 % por 45 días), e iba atendiendo el pago de los intereses con las nuevas aportaciones. La pirámide funcionó en 1919 y 1920 hasta que lo denunció el Boston Post y fue condenado.
- (10) En Auerback et.al. (2010) se argumenta en la misma dirección. Uno de los autores: Culley era director de PIMCO, empresa en la que Gross era el máximo responsable.
- (11) En mis escritos he prestado atención especial a Minsky por el doble motivo de estar interesado en la inestabilidad financiera y en la obra de Keynes. Mi primer trabajo sobre Minsky data de 1985. El lector interesado puede consultar Torrero (1993, pp. 29-31) y (2013b, pp. 135-138)
- (12) Minsky tipifica tres situaciones: 1) situación financiera equilibrada; 2) situación financiera especulativa, y 3) situación financiera Ponzi. Se trata de posiciones que van desde la solidez de la primera, a la de mayor fragilidad de la segunda, y a la inestable de la última. Ver, en este sentido, la bibliografía citada en la nota 11.
- (13) Los cuatro puntos reproducen los expuesto en Torrero (1993, p. 34).
- (14) En mi libro: España en el laberinto del euro analizo con detalle estas circunstancias (Torrero, 2013a).
- (15) Remito de nuevo a Torrero (2013b) para un análisis de la situación.

12. BIBLIOGRAFÍA CITADA

En las citas figura el año de la publicación original, aunque se precise, en caso necesario, de donde se toman las referencias.

AHEARNE, A., J. GAGNON, J. HALTMAIER, AND S. KAMAN... AND OTHERS (2002): "PREVENTING DEFLATION: LESSONS FROM JAPAN'S EXPERIENCE IN THE 1990". BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. INTERNATIONAL FINANCE DISCUSSION PAPERS, nº 729, JUNE.

AIZENMAN, J. AND N. MARION (2009): "USING INFLATION TO ERODE THE U.S. PUBLIC DEBT". NBER, WP, nº 15.562. DECEMBER.

ALIBER, R.Z. (2005): "THE 35 MOST TUMULTUOUS YEARS IN MONETARY HISTORY: SHOCKS, THE TRANSFER PROBLEM AND FINANCIAL TRAUMA". IMF. STAFF PAPER, VOL. 52, SPECIAL ISSUE, PP. 142-159.

AUERBACK, M.; P. McCULLEY, AND R.W. PARENTAU (2010): "WHAT WOULD MINSKY DO?", EN D.B. PAPANITRIOU AND L.R. WRAY: THE ELGAR COMPANION TO HYMAN MINSKY. EDWARD ELGAR. UK.

BARBERA, R.J.: THE COST OF CAPITALISM. UNDERSTANDING MARKET MAYHEM AND STABILIZING OUR ECONOMIC FUTURE. MCGRAW HILL. USA.

BANK OF ENGLAND (2009): FINANCIAL STABILITY REPORT. ISSUE Nº 25, JUNE.

BERNANKE, R. (2009): "GUEST POST; QUESTIONS FOR BERNANKE'S SENATE CONFIRMATION HEARING". NAKED CAPITALISM TUESDAY. DECEMBER 1.

BIS (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS) (2010): 80 ANNUAL REPORT. BASEL. JUNE.

(2011): 81 ANNUAL REPORT. BASEL. JUNE.

(2014): 84 ANNUAL REPORT. BASEL. JUNE.

BLINDER, A.S. (2010): "QUANTITATIVE EASING: ENTRANCE AND EXIT STRATEGIES". FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS REVIEW. NOVEMBER/DECEMBER, PP. 465-479.

BORIO, C. (2006): "MONETARY AND PRUDENTIAL POLICIES AT A CROSSROAD? NEW CHALLENGES IN THE NEW CENTURY". BIS, WP Nº 216, SEPTEMBER.

(2007): "CHANGE AND CONSTANCY IN THE FINANCIAL SYSTEM: IMPLICATIONS FOR FINANCIAL DISTRESS AND POLICY". BIS, WP Nº 237, OCTOBER.

(2008): "THE FINANCIAL TURMOIL OF 2007-?: A PRELIMINARY ASSESSMENT AND SOME POLICY CONSIDERATIONS". ESTABILIDAD FINANCIERA Nº 14. BANCO DE ESPAÑA.

(2011): "CENTRAL BANKING POST-CRISIS: WHAT COMPASS FOR UNCHARTED WATERS?". BIS, WP Nº 353, SEPTEMBER.

(2012): "THE FINANCIAL CYCLE AND MACROECONOMICS: WHAT HAVE WE LEARNT?". BIS, WP Nº 395, DECEMBER.

(2013): "MACROECONOMICS AND THE FINANCIAL CYCLE": HAMLET WITHOUT THE PRINCE?". VOX, FEBRUARY, PP. 1-5.

BORIO, C. AND M. DISYATAT (2009): "UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES: AN APPRAISAL". BIS, WP Nº 292, NOVEMBER.

BORIO, C.; W. ENGLISH, AND A. FILARDO (2003): "A TALE OF TWO PERSPECTIVES: OLD OR NEW CHALLENGES FOR MONETARY POLICY?". BIS, WP Nº 127, FEBRUARY.

BORIO, C. AND P. LOWE (2002): "ASSET PRICES, FINANCIAL AND MONETARY STABILITY: EXPLORING THE NEXUS". BIS, WP Nº 114. JULY.

BORIO, C. AND W. WHITE (2004): "WHITHER MONETARY AND FINANCIAL STABILITY? THE IMPLICATION OF EVOLVING POLICY REGIMES". BIS, WP Nº 147. FEBRUARY.

BRUNNERMEIER, M.K. AND Y. SANNIKOV (2012): "REDISTRIBUTIVE MONETARY POLICY". THIS PAPER WAS PREPARED FOR THE 2012 JACKSON HOLE SYMPOSIUM OF KANSAS CITY. PRINCETON UNIVERSITY, AUGUST.

BUITER, W.H. (2008): "LESSONS FROM THE NORTH ATLANTIC FINANCIAL CRISIS". PAPER PREPARED FOR PRESENTATION AT THE CONFERENCE THE ROLE OF MONEY MARKETS. 29-30 MAY.

BUITER, W.H. AND E. RAHBARI (2012): "DEBT OF NATIONS. MR. MICAWBER'S VINDICATION: CAUSES AND CONSEQUENCES OF EXCESSIVE DEBT". CITIGPS: GLOBAL PERSPECTIVE & SOLUTIONS. NOVEMBER.

CARPENTER, S.B. AND S. DEMIRALP (2010): "MONEY, RESERVES, AND THE TRANSMISSION OF MONETARY POLICY: DOES THE MONEY MULTIPLIER EXIST?". FEDERAL RESERVE BOARD. FINANCE AND ECONOMIC DISCUSSION SERIES. DIVISIONS OF RESEARCH & STATISTICS AND MONETARY AFFAIRS, Nº 41, MAY.

CAIXA (LA) (2012): "THE SPANISH ECONOMY. HOUSEHOLD DELEVERAGING: THREE COUNTRIES, THREE STORIES". MONTHLY REPORT, PP. 14-21.

CARUANA, J.; A. FILARDO, Y B. HOFMANN (2014): "LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA CRISIS. BALANCE DE RIESGOS". PAPELES DE ECONOMÍA, Nº 140, PP. 140-156.

CECCHETTI, S. (2012): "IS GLOBALIZATION GREAT?". BIS PAPERS, Nº 69, DECEMBER.

CECCHETTI, S.G.; M.S. MOHANTI, AND F. ZAMPOLLI (2011): "THE REAL EFFECTS OF DEBT". BIS, WP Nº 352, SEPTEMBER.

CRESPO, J.I. (2014): CÓMO ACABAR DE UNA VEZ POR TODAS CON LOS MERCADOS. ED. DEUSTO, BARCELONA.

CROCKETT, A. (2000): "MARRYING THE MICRO -AND MACRO- PRUDENTIAL DIMENSIONS OF FINANCIAL STABILITY". BIS REVIEW, Nº 76, 21 SEPTEMBER, PP. 1-9.

CROTTY, J. (2011): "THE REALISM OF ASSUMPTIONS DOES MATTER: WHY KEYNES-MINSKY THEORY MUST REPLACE EFFICIENT MARKET THEORY AS THE GUIDE TO FINANCIAL REGULATION POLICY". POLITICAL ECONOMY RESEARCH INSTITUTE, WP Nº 255, MARCH.

ELY, B. (2009): "BAD RULED PRODUCE BAD OUTCOMES: UNDERLYING PUBLIC POLICY CAUSES OF THE U.S. FINANCIAL CRISIS". CATO JOURNAL, VOL. 29, Nº 1, WINTER, PP. 93-114.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2012): "COMPARING THE RECENT FINANCIAL CRISIS IN THE UNITED STATES AND THE EURO AREA WITH THE EXPERIENCE OF JAPAN IN THE 1990s". MONTHLY BULLETIN, MAY, PP. 95-112.

DAVIES, H. AND D. GREEN (2010): BANKING ON THE FUTURE: THE FALL AND SIZE OF CONTROL BANKING. PRINCETON UNIVERSITY PRESS, LONDON.

DISYATAT, P. (2005): "INFLATION TARGETING, ASSET PRICES AND FINANCIAL IMBALANCES: CONCEPTUALIZING THE DEBATE". BIS, WP Nº 168, JANUARY.

EGGERTSSON, G.B. AND P. KRUGMAN (2010): "DEBT DELEVERAGING AND THE LIQUIDITY TRAP: A FISHER-MINSKY-KOO APPROACH". FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, FEBRUARY 2010. PUBLICADO TAMBIÉN EN QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMIC, Nº 127, 2012, PP. 1469-1513.

FELIPE, J. AND U. KUMAR (2011): "DO SOME COUNTRIES IN THE EUROZONE NEED AND INTERNAL DEVALUATION? A REASSESSMENT OF WHAT UNIT LABOR COSTS REALLY MEAN". VOX, MARCH, 31.

FERNANDEZ, M.J. (2013): "LAS EXPORTACIONES COMO IMPULSORAS DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA". CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA, Nº 234, MAYO/JUNIO, PP. 39-45.

FMI (FONDO MONETARIO INTERNACIONAL) (2003): "WORLD ECONOMIC AND FINANCIAL SURVEYS". WORLD ECONOMIC OUTLOOK, APRIL.

(2005): "HOUSEHOLD BALANCE SHEETS. CHAPTER III". GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, APRIL.

(2009): "WORLD ECONOMICS AND FINANCIAL SURVEYS". WORLD ECONOMIC OUTLOOK, APRIL.

(2012): "THE GOOD, THE BAD, AND THE UGLY: 100 YEARS OF DEALING WITH PUBLIC DEBT OVERHANGS". WORLD ECONOMIC OUTLOOK, OCTOBER.

FRIEDMAN, B.M. (2014): "HAS THE FINANCIAL CRISIS PERMANENTLY CHANGED THE PRACTICE OF MONETARY POLICY? HAS IT CHANGED THE THEORY OF MONETARY POLICY?". NBER, WP Nº 20.128, MAY.

FRIEDMAN, M. AND A.J. SCHWARTZ (1963): A MONETARY HISTORY OF THE UNITED STATES 1867-1960. PRINCETON UNIVERSITY PRESS.

GEANAKOPOLOS, J. (2009): "THE LEVERAGE CYCLE". COWLES FOUNDATION DISCUSSION PAPER, Nº 1715, JULY.

(2010): "THE LEVERAGE CYCLE", EN D. ACEMOGLU; K. ROGOFF, AND M. WOODFORD (EDS.): NBER MACROECONOMICS ANNUAL, 2009, USA.

GJERSTAD, S. AND V.L. SMITH (2009): "MONETARY POLICY, CREDIT EXTENSION, AND HOUSING BUBBLES: 2008 AND 1929". CRITICAL REVIEW, VOL 2, Nº 2-3, PP. 289-300. PUBLICADO TAMBIÉN EN J. FRIEDMAN (ED.): WHAT CAUSED THE FINANCIAL CRISIS, UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA, 2011.

GREENSPAN, A. (2007): LA ERA DE LAS TURBULENCIAS. AVENTURAS EN UN NUEVO MUNDO DE FINANZAS. PRIMERA EDICIÓN EN INGLÉS 2007. CIRO EDICIONES, BARCELONA, 2011, DE DONDE SE TOMAN LAS REFERENCIAS.

(2011): "ACTIVISM". INTERNATIONAL FINANCE, PP. 1-16.

(2013): THE MAP AND THE TERRITORY. RISK, HUMAN NATURE AND THE FUTURE OF FORECASTING. THE PENGUIN PRESS, NEW YORK.

GROSS, B. (2004): "THE LAST VIGILANTE". PIMCO: INVESTMENT OUTLOOK. FEBRUARY, PP. 1-9.

HARRIGAN, J. Y KUTTNER (2004): "LOST DECADE IN TRANSLATION: DID THE US LEARN FROM JAPAN'S POST-BUBBLE MISTAKES?". NBER, WP Nº 10.938, NOVEMBER.

JUDT, T. (2010): ALGO VA MAL. ED. SANTILLANA, MADRID.

KEEN, S. (2009): "BAILING OUT THE TITANIC WITH A THIMBLE". ECONOMIC ANALYSIS & POLICY, PP. 1-35.

KINDLEBERGER, C.P. (1984): HISTORIA FINANCIERA DE EUROPA. PRIMERA EDICIÓN EN INGLÉS EN 1984. ED. CRITICA, BARCELONA, 1988, DE DONDE SE TOMAN LAS REFERENCIAS.

KING, M. (2010): "HOW MUCH DEBT IS TOO MUCH DEBT?". CITIGROUP GLOBAL MARKET, OCTOBER 14, PP. 1-32.

KOO, R.C. (2001): "THE JAPANESE ECONOMY IN BALANCE SHEET RECESSION". BUSINESS ECONOMICS. APRIL, PP. 15-23.

(2008): THE HOLY GRAIL OF MACROECONOMICS: LESSONS FROM JAPAN'S GREAT RECESSION. JOHN WILEY & SONS, SINGAPORE.

(2010): "HOW TO AVOID A THIRD DEPRESSION". TESTIMONY BEFORE THE COMMITTEE OF FINANCIAL SERVICES. U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES. JULY, 22.

(2011A): "QE2 HAS TRANSFORMED COMMODITY MARKET INTO LIQUIDITY - DRIVEN- MARKETS". NOMURA EQUITY RESEARCH, MAY, 17.

(2011B): "THE WORLD IN BALANCE SHEET RECESSION: CAUSES, CURE, AND POLITICS". REAL WORLD ECONOMIC REVIEW ISSUE, Nº 58, PP. 19-37.

(2012): "PESSIMISM USHERS IN 2012: OUTCOME WILL DEPEND ON POLICY RESPONSE". NOMURA. EQUITY RESEARCH. JANUARY, 17.

(2013A): "RECESIONES DE BALANCE Y CRISIS ECONÓMICA MUNDIAL", EN H.

FLASSBECK ET.AL.: UN MANIFIESTO GLOBAL PARA RECUPERAR NUESTRAS ECONOMÍAS Y SALIDA DE LA CRISIS. PRIMERA EDICIÓN EN INGLÉS. ED. DEUSTO, BARCELONA, 2014, DE DONDE SE TOMAN LAS REFERENCIAS.

(2013B): "ULTIMATE COSTS OF QE AND THE EURO CRISIS". NOMURA EQUITY RESEARCH. NOVEMBER, 26.

KREGEL, J. (2008): "MINSKY'S QUESTIONS OF SAFETY. SISTEMIC RISK AND THE CRISIS IN THE U.S. SUBPRIME MORTGAGE MARKET". THE LEVY ECONOMICS INSTITUTE OF BARD COLLEGE. PUBLIC POLICY BRIEF, Nº 93.

KRUGMAN, P. (2012): ¡ACABAD YA CON ESTA CRISIS! ED. CRITICA, BARCELONA.

KUMHOF, M. AND R. RANCIERE (2011): "INEQUALITY, LEVERAGE AND CRISES". VOX, 4 FEBRUARY.

MAGNUS, G. (2008): "FINANCIAL INSTABILITY AND THE ECONOMY: ONE YEAR INTO A MINSKY MOMENT". UBS INVESTMENT RESEARCH ECONOMIC INSIGHTS, SEPTEMBER, 3.

(2009A): "MINSKY FOR BEGINNERS". UBS INVESTMENT RESEARCH. ECONOMIC INSIGHTS, OCTOBER, 12.

(2009B): "DEFLATION IN THE WINGS: REMEDIAL FINANCIAL POLICY MUST INCLUDE NATIONALIZATION". UBS INVESTMENT RESEARCH. ECONOMIC INSIGHTS, FEBRUARY, 24.

(2012): "TRIAL AND ERROR: THE GREAT MONETARY EXPERIMENT, AND COPING MECHANISMS IN THE EUROZONE CRISIS". UBS INVESTMENT RESEARCH. ECONOMIC INSIGHTS, OCTOBER, 8.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010): "DEBT AND DELEVERAGING: THE GLOBAL CREDIT BUBBLE AND ITS ECONOMIC CONSEQUENCES". JANUARY.

MINSKY, H.P. (1986): STABILIZING AN UNSTABLE ECONOMY. YALE UNIVERSITY PRESS, USA.

NAKASO, H. (2001): "THE FINANCIAL CRISIS IN JAPAN DURING THE 1990S: HOW THE BANK OF JAPAN RESPONDED AND THE LESSONS LEARNT". BIS PAPERS, Nº 6, OCTOBER.

NISHIMURA, K.G. (2011): "THIS TIME MAY TRULY BE DIFFERENT – BALANCE SHEET ADJUSTMENT UNDER POPULATION AGEING". SPEECH PREPARED FOR THE PANEL "THE FUTURE OF MONETARY POLICY", AT THE 2011 AEA ANNUAL MEETING. DENVER, COLORADO, JANUARY, 7. BIS CENTRAL BANKER'S SPEECHES.

PIKETTY, T. (2013): CAPITAL IN THE TWENTY-FIRST CENTURY. PRIMERA EDICIÓN EN FRANCÉS. EN INGLÉS CAMBRIDGE MA BELKNAP PRESS, 2014, DE DONDE SE TOMAN LAS REFERENCIAS.

POOLE, W. (2008): "MARKET BAILOUTS AND THE "FED PUT"". FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS REVIEW, MARCH/APRIL, PP. 65-73.

REID, J. (2011): "FINANCIAL REGRESSION...? DEUTSCHE BANK. CREDIT STRATEGY WEEKLY, JUNE, 10, PP. 1-9.

REINHART, C.M.; V.R. REINHART, AND K.S. ROGOFF (2012): "PUBLIC DEBT OVERHANGS: ADVANCED ECONOMY EPISODES SINCE 1800". JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, VOL. 26, Nº 3, SUMMER, PP. 69-86.

REINHART, C.M. AND K.S. ROGOFF (2008): "BANKING CRISES: AN EQUAL OPPORTUNITY MENACE". NBER, WP Nº 14.587, DECEMBER.

(2009): THIS TIME IS DIFFERENT. EIGHT CENTURIES OF FINANCIAL FOLLY. PRINCETON UNIVERSITY PRESS. USA. VERSIÓN ESPAÑOLA EN EL FONDO DE CULTURA ECONÓMICA, 2011.

(2011): "A DECADE OF DEBT". NBER, WP Nº 16.827, FEBRUARY.

(2013): "FINANCIAL AND SOVEREIGN DEBT CRISES: SOME LESSONS LEARNED AND THOSE FORGOTTEN". FMI, WP Nº 13/266, DECEMBER.

(2014): "RECOVERY FROM FINANCIAL CRISES: EVIDENCE FROM 100 EPISODES". NBER, WP Nº 19.823, JANUARY.

REINHART, C.M. AND M.B. SBRANCIA (2011): "THE LIQUIDATION OF GOVERNMENT DEBT". PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS, WP Nº 11-10, APRIL.

ROMER, C. (2009): "LESSONS FROM THE GREAT DEPRESSION FOR 2009". CONFERENCIA EN THE BROOKINGS INSTITUTIONS, MARCH, 9.

SHIRAKAWA, M. (2012): "DELEVERAGING AND GROWTH: IS THE DEVELOPED WORLD FOLLOWING JAPAN'S LONG AND WINDING ROAD?". LECTURE AT THE LONDON SCHOOL OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCE, JANUARY, 10.

STIGLER, G.J. (1982): EL ECONOMISTA COMO PREDICADOR Y OTROS ENSAYOS. THE UNIVERSITY OF CHICAGO PRESS. ED. ORBIS, BARCELONA, 1985, DE DONDE SE TOMAN LAS REFERENCIAS.

TAYLOR, A.M. (2012): "THE GREAT LEVERAGING". NBER, WP Nº 18.290, AUGUST.

TORRERO, A. (1985): "UNA VISIÓN PECULIAR DE LA ECONOMÍA FINANCIERA". BOLETÍN DEL CÍRCULO DE EMPRESARIOS, Nº 31, 3ER TRIMESTRE, PP. 53-58.

(1993): LA CRISIS DEL SISTEMA BANCARIO: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA DE ESTADOS UNIDOS. ED. CIVITAS, MADRID.

(2003): LA BURBUJA ESPECULATIVA Y LA CRISIS ECONÓMICA DE JAPÓN. ED. TÉMPORA, MADRID.

(2006): CRISIS FINANCIERAS. ENSEÑANZAS DE CINCO EPISODIOS. ED. MARCIAL PONS, MADRID.

(2013A): ESPAÑA EN EL LABERINTO DEL EURO. ED. MARCIAL PONS, MADRID.

(2013B): KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL. ED. MARCIAL PONS, MADRID.

(2014): "DOS MOMENTOS ESTELARES DEL PENSAMIENTO DE KEYNES RELACIONADOS CON LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL", EN R. MYRO Y J.A. ALONSO (DIRECTORES): LIBRO HOMENAJE AL PROFESOR GARCÍA DELGADO. EN PROCESO DE EDICIÓN.

TURNER (2009): "RESPONDING TO THE FINANCIAL CRISIS: CHALLENGING PAST ASSUMPTIONS". SPEECH IN BRITISH EMBASSY (PARIS). FINANCIAL SERVICE AUTHORITY. NOVEMBER, 30.

(2010): "WHAT DO BANKS DO, WHAT SHOULD THEY DO AND WHAT PUBLIC POLICIES ARE NEEDED TO ENSURE BEST RESULTS FOR THE REAL ECONOMY". CASS BUSINESS SCHOOL. MARCH, 17. INCLUIDO EN A. TURNER ET.AL. (2010): THE FUTURE OF FINANCE: THE LSE REPORT.

(2011): "REFORMING FINANCE: ARE WE BEING RADICAL ENOUGH?". CLARE DISTINGUISHED LECTURE IN ECONOMIC AND PUBLIC POLICY. FEBRUARY, 18.

(2014): "THE EXIT FROM NON-CONVENTIONAL MONETARY POLICY: WHAT CHALLENGES?". BIS, WP Nº 448, MAY.

UEDA, K. (2012): "DELEVERAGING AND MONETARY POLICY: JAPAN SINCE THE 1990S AND THE UNITED STATES SINCE 2007". JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES. VOL. 26, Nº 3, SUMMER, PP. 176-200.

VAN OVERTVELDT, J. (2009): BERNANKE'S TEST. BEN BERNANKE, ALAN GREENSPAN AND THE DRAMA OF THE CENTRAL BANKER. AGATE, USA.

WHITE, W.R. (2006): "PROCYCLICALITY IN THE FINANCIAL SYSTEM: DO WE NEED A NEW MACROFINANCIAL STABILIZATION FRAMEWORK?". BIS, WP Nº 193, JANUARY.

(2009): "SHOULD MONETARY POLICY "LEAN OR CLEAN"?". FEDERAL RESERVE BANK OF DALLAS. GLOBALIZACION AND MONETARY POLICY INSTITUTE, WP Nº 34, AUGUST.

(2010A): "ANATOMY OF CRISIS – THE LIVING HISTORY OF THE LAST THIRTY YEARS: ECONOMIC THEORY, POLITICS AND POLICY?". INSTITUTE FOR NEW ECONOMIC THINKING (INET). APRIL, 9.

(2010B): "SOME ALTERNATIVE PERSPECTIVES ON MACROECONOMIC THEORY AND SOME POLICY IMPLICATIONS". FEDERAL RESERVE OF DALLAS. GLOBALIZATION AND MONETARY POLICY INSTITUTE, WP Nº 54, JULY.

YELLEN, J.L. (1009A): "A VIEW OF THE ECONOMIC CRISIS AND THE FEDERAL RESERVE'S RESPONSE". PRESENTATION TO THE COMMONWEALTH CLUB OF CALIFORNIA. JUNE, 30.

(2009B): "A MINSKY MELTDOWN: LESSONS FOR CENTRAL BANKERS?". INTERVENCIÓN EN H.P. MINSKY: CONFERENCE ON THE STATE OF THE U.S. AND WORLD ECONOMICS. FORD FOUNDATION, APRIL, 16-17.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en internet

<http://ideas.repec.org/s/uah/wpaper.html>

ISSN: 2172-7856

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

WP-04/14 LA INCIDENCIA DE LOS ASPECTOS PRE-MARKET: SEGREGACIÓN LABORAL Y GAP SALARIAL POR GÉNERO

Diego Dueñas Fernández, Carlos Iglesias Fernández y Raquel Llorente Heras

WP-05/14 LOS GASTOS FISCALES EN LA TEORÍA Y EN LA PRÁCTICA: LA MERMA RECAUDATORIA DE UN CONCEPTO ELUSIVO

José M. Domínguez Martínez

WP-06/14 THE EFFECT OF FOREIGN AND DOMESTIC PATENTS ON TOTAL FACTOR PRODUCTIVITY DURING THE SECOND

Antonio Cubel, Vicente Esteve, M^a Teresa Sanchis y Juan A. Sanchis-Llopis

WP-07/14 CONSECUENCIAS DE LA LIBERALIZACIÓN DE HORARIOS. UN MODELO ESPACIO-TEMPORAL BASADO EN AGENTES PARA MADRID

Juan Luis Santos y Federico Pablo-Martí

WP-08/14 INTERNATIONAL R&D SPILLOVERS AND UNOBSERVED COMMON SHOCKS

Diego-Ivan Ruge-Leiva

WP-09/14 GOVERNMENT DEFICIT SUSTAINABILITY, AND MONETARY VERSUS FISCAL DOMINANCE: THE CASE OF SPAIN, 1850-2000

Oscar Bajo-Rubio, Carmen Díaz-Roldán y Vicente Esteve



Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225
Fax (34)918855211 Email: iaes@uah.es. www.iaes.es

INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

DIRECTOR

Dr. D. Tomás Mancha Navarro

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

SUBDIRECTORA

Dra. Dña. Elena Mañas Alcón

Profesora Titular de Universidad, Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

Dr. D. Rubén Garrido Yserte

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

Dr. D. Carlos Iglesias Fernández

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ACTIVIDAD EMPRENDEDORA Y PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Dr. D. Antonio García Tabuena

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura

Catedrático de Economía Aplicada
Universidad de Alcalá

RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

Dra. Dña. Elena Mañas Alcón

Profesora Titular de Universidad
Universidad de Alcalá