UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

TESIS DOCTORAL

La fase expansiva de la economía española (1994-2008). Fragilidad financiera, deuda de los hogares y desigualdad.

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Antonio Sanabria Martín

DIRECTORA

María José Paz Antolín

© Antonio Sanabria Martín , 2025

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Doctorado en Economía

TESIS DOCTORAL

La fase expansiva de la economía española (1994-2008). Fragilidad financiera, deuda de los hogares y desigualdad.

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Antonio Sanabria Martín

DIRECTORA

María José Paz Antolín

A Petri y Antonio, mis padres.

A Sandra. Te fuiste, pero sigues aquí.

¿Es esto lo que Proudhon quería demostrar? No. Según él es el soberano, y no el comercio, el que da al dinero su valor. ¿Y qué ha demostrado en realidad? Que el comercio es más soberano que el propio soberano.

Karl Marx. *Miseria de la filosofía* (1847)

Y yo pregunto a los economistas políticos, a los moralistas, si han calculado el número de individuos que es necesario condenar a la miseria, al trabajo desproporcionado, a la desmoralización, a la infancia, a la ignorancia crapulosa, a la desgracia invencible, a la penuria absoluta, para producir un rico.

Almeida Garrett (1799-1854).
Citado por José Saramago en *Levantado del suelo* (1980)

El mundo debió acabar,
me quedé para seguir mirando.

Andrea Bernal. *Todo lo contrario a la belleza* (2019)

AGRADECIMIENTOS

A lo largo de estos años he reescrito muchas veces los agradecimientos, viendo mientras cómo el listado se alargaba sin remedio. No será pues nuestra intención aquí hacer una enumeración pormenorizada de nombres, sino más bien representar muchas gratitudes en unas pocas líneas.

Si algo te muestra un trabajo como la elaboración de una tesis es que uno no necesita ayuda para equivocarse, pero es imposible pensar sin los demás. Todo lo bueno que pueda haber en este texto es resultado de una labor necesariamente de conjunto, pero exclusivamente mía la responsabilidad de no haber sabido sacar mejor provecho.

Quisiera comenzar por agradecer a la persona cuyo nombre me acompaña en la portada, mi directora de tesis, María José Paz. Lo aprendido con ella van más allá de su labor de dirección en este trabajo. Empezó ya tiempo atrás con la que fue mi primera investigación, junto a una tercera autora, Soraya González, en la elaboración del libro *Centroamérica encendida*, publicado por Icaria en 2005. Se trató de un estudio sobre la inversión extranjera directa de empresas españolas en Centroamérica y partía precisamente de la tesis doctoral de María José, quien guiaría asimismo esa investigación. Me ahorro aquí las dificultades que tuvimos que enfrentar ajenas a aquella tarea. Pero, si bien la temática de aquel libro y las publicaciones académicas posteriores poco tuvieron que ver con el objeto final de mi tesis, la experiencia fue sin duda crucial para mi trayectoria posterior, e incluso para llegar hasta aquí. Una colaboración que continuó después, ya con otros libros, otros temas y colaboradores.

En lo más concreto de la tesis he de agradecer su constante apoyo, su permanente confianza en mí todo este tiempo, a menudo superior a la mía propia; su capacidad de síntesis y esquematización, así como sus consejos y valiosos comentarios, incluidos los de la parte final cuando los plazos de la prórroga del doctorado apremiaban. Hasta las últimas versiones, siempre estuvo ahí.

Un segundo agradecimiento es para Bibiana Medialdea. Da vértigo pensarlo, pero al momento de escribir estas líneas han pasado casi treinta años desde que coincidimos por primera vez en la carrera, y más tarde en la asociación Economía Alternativa, donde ella ya participaba activamente.

Ha sido mucho lo aprendido con ella, y de ella a lo largo de este tiempo. Fue gracias a Bibiana que tuve noticia, por ejemplo, de los debates entre horizontalistas y estructuralistas, y quien me contagió su fascinación por esa temática tan aparentemente extraña, hasta el punto de terminar años después explicándola yo mismo en clase y ahora aquí. Un interés por los temas monetarios y financieros que nos llevó a investigar juntos en la publicación de varios artículos, dos de los cuales forman parte del contenido de esta tesis.

Conocer a Bibiana fue también coincidir con un grupo de gente tan heterogéneo y plural como maravilloso con quienes comparto inquietudes, debates y amistad. Le debo mucho por ello a mi paso por la asociación Economía Alternativa. No he conocido mejor confluencia de la izquierda que aquella. Unas inquietudes, debates y amistad que mantenemos felizmente hoy en día, y que hemos podido plasmar durante estos años con algunos libros, así como con la creación de lo que fue un blog de economía y pensamiento político crítico denominado Colectivo Novecento. Un proyecto que salió adelante gracias sobre todo al empeño y tesón de Víctor Alonso Rocafort. Junto con él nos reunimos Gonzalo Plaza, Miguel Montanyà, Ricardo Molero, Álvaro Minguito, Bibiana Medialdea, Sara Mateos, Luis Buendía, Nacho Álvarez, Salvador Comendador y yo.

Aquellos apasionados debates, las discrepancias que nos unieron y aquellos artículos que publicamos dieron pie entre otras cosas a que cambiara el objeto de investigación en la tesis, inicialmente dedicada a la economía del Uruguay, para tratar de analizar la crisis económica que vivíamos en España. Y todo ello mientras, en un alarde de oportunidad editorial sin parangón, acabábamos de publicar un libro sobre la crisis y el ajuste salarial en el continente americano (*Ajuste y salario*, en la editorial Fondo de Cultura Económica). Aquel blog terminó como terminan las organizaciones de izquierdas modernas: en un grupo de Telegram. Por suerte los debates, las discrepancias y la amistad permanecen. Un hito poco frecuente.

Comencé a plantearme la posibilidad de realizar el doctorado gracias a los ánimos de Xabier Arrizabalo cuando estaba terminando la carrera. Xabier veía clarísimo que podía hacer una tesis. He tardado unos cuantos años y varios planes de estudios en darle la razón.

Mi labor y aprendizaje como investigador siguió más adelante en el Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI), desde mi entrada como becario en el

anuario *Claves de la Economía Mundial*, que continuó luego como lugar de trabajo, pero también de amistad con otros investigadores de quienes he aprendido (y leído) mucho. Una actividad que se inició gracias a la confianza primero de Rafael Fernández y después de Fernando Alonso, con la dirección entonces de José Antonio Alonso e Isabel Álvarez. Una vinculación con el ICEI que he mantenido desde aquellos días y tengo ahora el honor de formar parte de su consejo de dirección.

También en el ICEI tuve la suerte de conocer a alguien que ha tenido para mí una importancia fundamental, tanto para reorientar el tema de mi tesis como al darle contenido: Ángel Vilariño. Un ICEI que acogía diversos seminarios sobre diferentes temas de economía en los que pude participar, coordinados por el propio Ángel y por Rafael Padilla. Esta tesis apenas puede reflejar lo mucho aprendido en aquellas reuniones y debates, como también en las conversaciones con Ángel sobre el objeto de mi investigación, comentando esquemas, planes de trabajo, lecturas… O también conceptos, como el de "financiarización". Sus comentarios críticos hicieron que, entre otras cosas, optara finalmente por replantear mis propias posiciones previas.

En este largo periplo en el que he tenido que compaginar tesis y otros trabajos tuve la oportunidad, hace ahora una década, de volver al entonces Departamento de Economía Aplicada I, y luego Departamento de Economía Aplicada, Estructura e Historia como profesor asociado, inicialmente por la baja (felizmente temporal) del antiguo rector, Carlos Berzosa. Se daba entonces la extraña pero emocionante situación de tener como colegas a quienes habían sido mis profesores. En ese paso tengo que agradecer especialmente a Fernando Alonso, a Pedro José Gómez y a Fernando Luengo. Gracias a Fernando Luengo, además, tuve la suerte de participar en la aventura de tener un modesto programa de televisión por Internet, vía diario *Público*, con el proyecto de EKO TV, con un grupo de gente maravillosa, empeñados como estábamos en hacer algo divulgativo, plural y con una mirada crítica.

En mi labor como profesor universitario he tenido la oportunidad de impartir docencia en la asignatura Finanzas Internacionales del Máster de Economía Internacional y Desarrollo de la UCM, tras tomar el testigo de Bibiana Medialdea. Estos años de trabajo y debates compartidos con el alumnado me han resultado cruciales para darle forma a la tesis que ahora se presenta.

Y volviendo a lo que ha sido mi tarea de escribir esta tesis, ello ha sido posible a mi familia, por supuesto, pero también gracias al apoyo y años de paciencia de Marisa Sampayo. Sin ellos no habría llegado hasta aquí. También ha sido de gran valía el apoyo y consejos de Mariu Ruiz-Gálvez y de Manu Gracia, quien además me ayudó con la edición del borrador, junto con Sara Mateos. La edición final ha contado con la inestimable ayuda y conocimiento profesional de Verónica Díez.

A lo largo del proceso de redacción fueron asimismo muy valiosos los comentarios y sugerencias de lecturas proporcionados por Marta Luengo, Berta González y César Roa, con su sabiduría enciclopédica. Mi agradecimiento también a Andrea Bernal por acompañarme y darme sol en estos últimos frenéticos meses de entrega de borradores y revisiones finales, compaginados como pude con obligaciones profesionales varias.

Quiero agradecer asimismo al comité de coordinación del doctorado y sus valiosas aportaciones y críticas, tanto en el taller de avances como más recientemente en el taller de resultados. Fue especialmente valiosa la atención brindada por Jorge Onrubia para que enfocase mejor la tesis, con una serie de aportaciones y comentarios que me resultaron de mucha utilidad. Y agradecer asimismo la cercanía y atención tanto de José Antonio Alonso, a quien ya tenía la fortuna de conocer de años atrás, como más recientemente de Elena Huergo en su labor de dirección del doctorado. En la parte final de evaluación externa me han sido muy provechosos los comentarios y correcciones sugeridas por Luis Buendía y Juan Barredo.

Y, para terminar, quisiera poner en valor la labor de la universidad pública en general y de la Universidad Complutense en particular. Sin una educación pública no habría podido siquiera soñar con tener una licenciatura, la primera en mi familia. Y menos aún aspirar a estudiar un doctorado. Pero la universidad pública, si bien no garantiza *per se*, sí ofrece además las mejores bases para una libertad de pensamiento y pluralidad indispensables en cualquier actividad académica digna de tal nombre. En el caso particular de la UCM, estos años de continuos recortes en la financiación y dificultades presupuestarias de todo tipo no han logrado aún que tal pluralidad se pierda. En mis años de estudio he tenido profesorado primero y después colegas, y he podido cursar asignaturas con diversos enfoques: liberal, marxista, postkeynesiano, de la síntesis neoclásica, teoría de la dependencia, estructuralistas…

Una pluralidad que he tratado de recoger y aprovechar con las lecturas para esta tesis, leyendo a autores de diferentes corrientes teóricas con quienes poder "dialogar" y sacar a partir de ellos mis propias conclusiones. Algo que no habría sido posible para mí sin la labor de la biblioteca y el acceso que la universidad permite a publicaciones por todo el mundo.

No sé si he logrado alcanzar suficiente provecho, pero más allá de ello, espero que no perdamos ese "activo" intangible y democrático de la universidad, imprescindible para el conocimiento y que, considero, la UCM acoge probablemente más que ninguna otra en este país. No permitamos que nos hagan perderlo.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN **11**

ABSTRACT **12**

INTRODUCCIÓN. PUNTO DE PARTIDA: OBJETO DE ESTUDIO, INTERROGANTES INICIALES, METODOLOGÍA Y RELEVANCIA DE LA INVESTIGACIÓN **13**

CAPÍTULO 1. MARCO ANALÍTICO: COORDENADAS TEÓRICAS E HISTÓRICAS PARA EL ESTUDIO DEL PROCESO DE SOBREENDEUDAMIENTO PRIVADO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA **24**

1.1. Dinero y liquidez: la centralidad de dinero y crédito en la economía 26

1.2. Definición de dinero, crédito y liquidez 28

1.3. La doble endogeneidad del dinero 31

1.3.1. **La oferta monetaria endógena en perspectiva histórica: del *Bullion Report* al *Bulletin Report*** 33

1.3.2. Una segunda acepción de endogeneidad: la evolución del dinero 38

1.4. La necesidad de una liquidez global para un comercio global 44

1.4.1. La ilusión del equilibrio: el patrón oro 44

1.4.2. Bretton Woods y el liberalismo integrado 49

1.5. El no-sistema monetario internacional y el triunfo de la alquimia 54

1.5.1. De dilemas y trilemas 54

1.5.2. Dinero endógeno en un no-sistema monetario internacional: la liquidez global y el triunfo de la alquimia 56

1.6. Fragilidad financiera y demanda impulsada por la deuda 65

1.6.1. Crisis, ¿qué crisis? El enfoque económico convencional sobre el crédito y sus limitaciones 66

1.6.2. La financiarización: un concepto equívoco 70

1.6.3. Inestabilidad financiera 74

1.7. El auge hipotecario: el rol central del endeudamiento de los hogares en la expansión crediticia 77

1.8. Conclusiones del capítulo 84

CAPÍTULO 2. RECESIÓN POR DESENDEUDAMIENTO. CARACTERIZACIÓN Y ESPECIFICIDADES DEL CASO ESPAÑOL: 1994-2008 ..... **86**

2.1. Recesión y sobreendeudamiento: elementos analíticos básicos 87

2.2. Recesión por sobreendeudamiento en el marco europeo 92

2.2.1. Las claves de la integración europea 92

2.2.2. Consecuencias: factores de fragilidad financiera 94

2.3. La singularidad española en la excepcionalidad europea 97

2.3.1. Aguda dependencia externa 98
2.3.2. Fragilidad bancaria 100
2.3.3. Fragilidad fiscal 102
2.3.4. El riesgo monetario: el paso de moneda fuerte a débil 103
2.4. Sobrendeudamiento y recesión en España 105
2.4.1. Un ciclo de crecimiento minskyano 105
2.4.2. Composición del sobreapalancamiento: análisis sectorial 109
2.5. Se paró la música: recesión por sobreendeudamiento 112
2.6. Conclusiones del capítulo 117
CAPÍTULO 3. DEUDA DE LOS HOGARES Y DESIGUALDAD DE INGRESO COMO FACTORES DE FRAGILIDAD FINANCIERA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 119
3.1. Aumento de la desigualdad y creciente papel de la deuda de los hogares para financiar el consumo como factor causal de la crisis: un repaso por la literatura 121
3.2. La desigualdad personal de la renta en España no aumenta durante la expansión 127
3.3. Endeudamiento de los hogares: aumenta mucho pero no especialmente en grupos de renta baja y media 131
3.4. Consumo: no explica el elevado apalancamiento de los hogares ni crece tanto durante el ciclo expansivo 135
3.5. Lo relevante en el endeudamiento de los hogares es el crédito a la vivienda 140
3.6. El coste de la dinámica de endeudamiento: la fragilidad financiera de los hogares con menores niveles de renta 143
3.7. La centralidad del sobreendeudamiento de los hogares como elemento funcional en el ciclo expansivo 1994-2008 en la economía española 146
3.8. Conclusiones del capítulo 158
CONCLUSIONES 160
BIBLIOGRAFÍA 166

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Evolución del PIB (1995 = 100) y saldo de la Balanza por Cuenta Corriente sobre el PIB (en %) 1995-2014. 99
Gráfico 2. Evolución comparada (en números índice: diciembre 1994 = 100) de la deuda total por sectores económicos. Diciembre 1994-diciembre 2014. 101
Gráfico 3. Deuda externa (en millones de € y % del PIB): 2002-2014. 104
Gráfico 4. Evolución del crédito OSR y el PIB nominal (% variación anual). 106
Gráfico 5. Evolución del crédito OSR por destino (% variación interanual). 109
Gráfico 6. Evolución del endeudamiento total y por sectores institucionales. 110
Gráfico 7. PIB, demanda privada interna y empleo (tasas de variación anual, %). 113
Gráfico 8. Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación de los sectores institucionales (en % del PIB) 1999-2014. 114
Gráfico 9. Renta bruta disponible real per cápita (en millones €) de los hogares y variación anual (en %). 1995-2008. 128
Gráfico 10. Coeficiente de Gini sobre el ingreso en España (1995-2018). 129
Gráfico 11. Deuda bruta de los hogares sobre renta bruta disponible (en %). España y eurozona. 1999-2008. 132
Gráfico 12. Participación de hogares en el total de la deuda (%). 134
Gráfico 13. Renta disponible bruta y consumo final de los hogares. 135
Gráfico 14. Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación de los hogares. 136
Gráfico 15. Ahorro bruto / Renta disponibles hogares (en % RBD). 137
Gráfico 16. Consumo e inversión de los hogares, 2000-2008. 138
Gráfico 17. Empleo (equivalente a tiempo completo) y consumo final de los hogares. Variación interanual (%). 139
Gráfico 18. Consumo real per cápita. Variación anual (en %). 1959-2008. 140
Gráfico 19. Financiación a hogares por tipo de préstamo. 142
Gráfico 20. Contribución a la tasa total de variación de la financiación a hogares por tipo de préstamo (en %). 143
Gráfico 21. Precio medio de la vivienda libre (€ / m^2). Variación interanual (1995-2008). 147
Gráfico 22. Formación Bruta de Capital Fijo por sectores institucionales 150
Gráfico 23. FBCF total, en construcción y en vivienda sobre PIB (%). 1995-2008. .. 152
Gráfico 24. Bonos totales garantizados en circulación como porcentaje del PIB, respaldados por hipotecas (en %). 156

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Participación de la renta por deciles en España (1995-2008)..... 130

Tabla 2. Distribución del endeudamiento según nivel de renta de los hogares..... 133

Tabla 3. Pago por deuda/renta según nivel de renta de los hogares (mediana, en %). 145

RESUMEN

La crisis financiera global de 2008 ha tenido unos efectos perdurables en nuestros días. Por ello, una adecuada caracterización del ciclo expansivo previo que desembocaría en esa Gran Recesión resulta de especial interés, no solo para entender la crisis y posterior recuperación, sino también para la propia comprensión de la dinámica económica contemporánea. En este sentido caracterizamos dicha crisis financiera como el resultado de un proceso de sobreendeudamiento privado (hogares, empresas no financieras e instituciones financieras), lo que nos plantea la necesidad a su vez de comenzar por unas coordenadas teóricas e históricas que nos ayuden a entender cómo hemos llegado al contexto de inestabilidad financiera y liquidez global en el que se enmarca nuestro objeto de estudio.

Para ello nos centramos en el caso de la economía española durante el ciclo expansivo 1994-2008, dado que se trata de un caso paradigmático de crecimiento económico impulsado por la deuda. Este análisis nos permitirá a su vez analizar la importancia de dicha dinámica de crecimiento en el endeudamiento de los hogares y de qué manera este cumple una funcionalidad como vínculo de conexión entre el ciclo expansivo interno de la economía española con el contexto externo de liquidez global. Un proceso de endeudamiento vinculado no tanto al consumo, sino a la inversión inmobiliaria que plantea a su vez importantes efectos en términos de desigualdad.

Palabras clave:

Dinero endógeno, crédito, liquidez global, inestabilidad financiera, hogares, desigualdad, sector inmobiliario.

ABSTRACT

The global financial crisis of 2008 has had lasting effects even today. Therefore, an adequate characterization of the previous expansionary cycle is needed, not only to understand the crisis itself and subsequent recovery, but also for the understanding of contemporary dynamics.

In this sense, we characterize this financial crisis as the result of a private sector (households, non-financial companies, and financial institutions) over-indebtedness process, which in turn raises the need for us to begin with theoretical and historical coordinates that help us understand how we have arrived at the current context of financial instability and global liquidity of our object of study. To do this, we focus on the case of the Spanish economy during the expansionary cycle 1994-2008, given that this is a paradigmatic case of debt-led growth. This analysis will in turn allow us to study the importance of said growth dynamics in household debt and how this fulfils a function as a connecting link between the internal expansion cycle of the Spanish economy with the external context of global liquidity. A debt process not linked with consumption, but to real estate investment, which in turn poses important effects in term of inequality.

Keywords:

Endogenous money, credit, global liquidity, financial instability, households, inequality, real estate.

INTRODUCCIÓN

PUNTO DE PARTIDA: OBJETO DE ESTUDIO, INTERROGANTES INICIALES, METODOLOGÍA Y RELEVANCIA DE LA INVESTIGACIÓN

Aunque pueda parecer paradójico, el punto de partida de la investigación que se presenta es precisamente el hito final de nuestro objeto de estudio: 2008, el inicio de la crisis financiera global, la mayor recesión económica en casi ocho décadas, desde el crac de 1929. Hoy, pasados más de quince años desde aquel 15 de septiembre de 2008 en el que quebró el banco de inversión Lehman Brothers, generando un colosal tsunami financiero, no son pocos los efectos de aquella Gran Recesión que aún perduran ni las enseñanzas que todavía se pueden, o deben, extraer.

Al contrario de lo que esperábamos entonces ahora sabemos que tras el fatídico 2008 nada cambió. Y, sin embargo, todo comenzó a ser distinto. Nada cambió porque la esperada gran reforma que tendría que haber puesto coto a los "excesos de la banca" terminó apenas en una modesta reforma financiera, luego además parcialmente relajada[1]. En Europa, la anunciada unión bancaria quedó apenas iniciada. Todo se cuestionó para terminar por no cuestionarse nada. No hubo "refundación del capitalismo", en referencia a la conocida frase pronunciada por el entonces presidente francés, Nicolas Sarkozy. La esperada vuelta de Keynes devino en la aplicación de medidas de austeridad que alargaron los efectos de la recesión, especialmente en la Unión Europea. Y, si bien es cierto que los análisis económicos recuperaban la figura olvidada de Hyman Minsky, resultó que el llamado "momento Minsky", fórmula utilizada para describir aquella crisis inesperada, fue más bien "Minsky por un momento".

[1] Nos referimos a la Ley Dodd-Frank en Estados Unidos, aprobada el 21 de julio de 2010. Posteriormente la primera administración Trump la reformó parcialmente, suavizando la regulación para bancos medianos y pequeños. Este hecho facilitaría tiempo después la crisis del Silicon Valley Bank. BBC (13/03/2023): https://www.bbc.com/mundo/noticias-64944058 (última visita: 13/12/2024). Al momento de escribir estas líneas tal regulación bancaria en Estados Unidos se plantea reducir o incluso eliminar con la segunda administración Trump (*Wall Street Journal*, 12/12/2024): https://www.wsj.com/finance/regulation/trump-advisers-bank-regulations-fdic-efa761dc (última visita: 13/12/2024).

Sin embargo, en la economía sí se observaban algunos cambios. Tengamos en cuenta que, para buena parte de la literatura académica, y en coherencia con sus análisis basados en el equilibrio como normalidad, aquella crisis sencillamente no podía haber ocurrido. Muy pocos supieron advertirla. Apenas un puñado de nombres, como Steve Keen o Robert Shiller, Raghuram Rajan y pocos más. Muchos postulados habrían de ser revisados. Empezando, según se sostiene en esta investigación, por la escasa atención que recibían elementos como el dinero, el crédito o la deuda privada, centrales en el funcionamiento económico cotidiano, pero apenas incorporados en una parte significativa de la teoría económica al uso.

Hay que reconocer que, aunque no se haya producido un cambio mayúsculo y se mantengan algunos dogmas, sí ha ganado relevancia el estudio de aspectos antes aparcados, como el propio rol del sector financiero en la economía. Resulta sintomática la proliferación de trabajos de diversos autores, como los de Atif Mian y Amir Sufi sobre el endeudamiento de los hogares y su vínculo con la desigualdad (otro tema que felizmente recupera atención tras la crisis); Hélène Rey sobre el ciclo financiero global; los de Hyun-Song Shin sobre los ciclos de liquidez global y los excesos bancarios; la crítica de Daniela Gabor ante la paradoja que supone el consenso sobre el rol protagonista de la banca en la sombra en la crisis financiera de 2008 y la posterior condescendencia regulatoria hacia ella; los estudios de Òscar Jordà, Moritz Schularick y Alan Taylor sobre el crédito, el endeudamiento y las burbujas, recuperando la idea de economía intrínsecamente inestable de autores como Minsky o Kindleberger; o, por terminar este repaso no sistemático pero pensamos que ilustrativo, el reconocimiento explícito en el Banco de Inglaterra de las aportaciones de la escuela postkeynesiana sobre el carácter endógeno de la oferta monetaria.

Desde un punto de vista personal, la crisis financiera de 2008 también supuso un punto de inflexión en mi trayectoria investigadora. Comprender la naturaleza y el origen de una crisis que, entendíamos, iba a transformar profundamente nuestra realidad económica se convirtió en mi principal objetivo como analista. Ante el punto de partida teórico de que la mejor manera de abordar los temas financieros era integrándolos de forma consistente en el análisis de la economía en su conjunto, la naturaleza de la crisis prácticamente nos obligaba a adoptar un enfoque analítico de este tipo. Tratar de entender aquella crisis implicaba, necesariamente, aprender sobre el propio funcionamiento de la

economía capitalista contemporánea, otorgando a las dimensiones monetaria y financiera el papel central que les corresponde en el análisis. El trabajo que aquí se presenta es, en buena medida, resultado de esta tarea investigadora, pues dos de los tres capítulos (el dos y el tres) son versiones extendidas de sendos artículos publicados en revistas académicas de impacto[2]. No pudo ser un tercero[3] porque, con el paso de los años y el avance en nuestras investigaciones entendimos que el ya publicado exigía una profunda revisión, que básicamente ha quedado incorporada en el capítulo 1 de este texto.

Iniciábamos la introducción planteando que el punto de partida de esta investigación lo constituye el estallido de la crisis financiera de 2008. Habría que añadir que, en cuanto a sus objetos, son la naturaleza de dicha crisis y su relación con la desigualdad las cuestiones que más nos preocupaban. También conviene explicitar que, desde una perspectiva analítica, nuestro punto de partida asume un diagnóstico específico: la crisis que nos ocupa se trata de una crisis financiera derivada de un proceso de sobreendeudamiento privado (hogares, empresas no financieras y bancos). Tanto la caracterización del ciclo expansivo que culmina en el estallido de la crisis como el análisis del papel de la desigualdad en ese proceso implican ubicar la dimensión financiera en el centro del análisis. De ahí se deriva que abordar esas temáticas con esos puntos de partida requería necesariamente de un marco analítico que nos ofreciera unas coordenadas teóricas e históricas adecuadas para analizar el citado proceso de sobreendeudamiento privado que derivaría en la Gran Recesión.

El objeto de estudio de nuestro trabajo es doble. Por un lado, consiste en analizar la dinámica de crecimiento de la economía española durante el ciclo expansivo 1994-2008 y que caracterizamos como una dinámica impulsada por la deuda (*debt-led*), que finalmente derivará en una recesión por sobreendeudamiento privado. De esta forma, aportamos un análisis de tipo aplicado que pone en práctica los principios teóricos del enfoque endógeno (y desarrollos analíticos posteriores que consideramos derivan de él), a la vez que contribuimos al nutrido debate sobre la caracterización de la crisis española.

[2] Nos referimos respectivamente a:
-Sanabria, A. y Medialdea, B. (2016). "Lending Calling. Recession by Overindebtedness: Description and Specific Features of the Spanish Case". *Panoeconomicus*, vol. 36, n. 2, 195-210.
-Medialdea, B. y Sanabria, A. (2022). "Income Inequality and Households Debt as a Factor of Financial Fragility in the Spanish Economy". *Socio-Economic Review*, vol. 20, n.3, 1425-1447.

[3] Medialdea, B. y Sanabria, A. (2013). "La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización". *Revista de Economía Mundial*, vol. 32, 195-227.

Por otro lado, tratamos de clarificar cuál es el papel que la desigualdad ha podido jugar en dicha dinámica de expansión liderada por la deuda privada. En este caso, nuestra contribución al debate académico resulta destacable porque nos lleva a cuestionar el argumento sobre el vínculo entre deuda privada y desigualdad que, de una forma más o menos fundamentada, sostiene para el caso español una parte importante de la literatura especializada.

La presente investigación trata de responder a las siguientes tres preguntas:

En primer lugar, cómo se ha concretado esa dinámica de crecimiento guiado por la deuda en la economía española y qué factores posibilitan un crecimiento prolongado del crédito a un ritmo significativamente superior al del crecimiento del PIB nominal.

En segundo lugar, qué factores permiten explicar que en nuestro país la inflación de activos haya tenido una especial incidencia en el sector inmobiliario frente a otros.

Y, en tercer lugar, en qué medida resulta plausible para el caso español el planteamiento expresado por diversos autores, según el cual la dinámica de endeudamiento privado sería posible vía financiación del consumo de los hogares como reacción a su vez de una mayor desigualdad de ingresos y el estancamiento de los salarios reales. Nótese que esto implicaría una demanda de consumo apalancada especialmente entre los hogares con menor nivel adquisitivo, que son quienes tienen a su vez una mayor propensión marginal a consumir.

Para tratar de responder a estas cuestiones, la metodología en el análisis se basará en un enfoque narrativo (*narrative approach*). Este tipo de enfoque fue planteado por Romer y Romer (1989, 2004, 2010), quienes se basan a su vez en la obra de Friedman y Schwartz (1963). De igual modo, Ramey y Shapiro (1998) o Ramey (2011) recurren a este enfoque utilizando como fuente noticias de prensa para analizar cambios en la política de gasto de Estados Unidos no relacionadas con aspectos macroeconómicos. Asimismo, el Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI) recurre al enfoque narrativo en su *World Economic Outlook* (FMI, 2010: Capítulo 3), en ese caso para analizar los efectos de la consolidación fiscal. En el caso de la economía española este enfoque es utilizado en diversos estudios, como en Kataryniuk y Vallés (2015); o en Gil *et al*. (2017), ambos publicados por el Banco de España.

La aplicación en nuestro caso del citado enfoque narrativo se concreta en la tesis de dos maneras. En el primer capítulo, mediante una revisión de la literatura, con carácter

histórico, acerca de la naturaleza del dinero y la liquidez global, así como su evolución hasta el presente y la situación actual. Y, en los siguientes dos capítulos, mediante un análisis con datos. Dicho análisis se focaliza en el segundo capítulo en la evolución del endeudamiento privado durante nuestro período de estudio, que caracteriza dicho ciclo expansivo. Y en el tercero se centra en el caso específico del endeudamiento de los hogares para discernir la posible relación entre este apalancamiento de los hogares con la dinámica de crecimiento económico impulsado por la deuda privada.

Partimos en nuestro estudio de una idea de oferta monetaria endógena, es decir, determinada por la demanda de dinero, para abordar desde ahí una revisión de la literatura de carácter narrativo en la que se revisa el debate secular sobre la naturaleza del dinero y la importancia histórica de dicha controversia. A partir de dicho análisis observamos cómo, si bien en la actualidad se ha alcanzado un consenso académico en cuanto al carácter endógeno de la oferta monetaria, en nuestro caso planteamos dicha endogeneidad como indisociablemente unida a la inestabilidad inherente de la economía, frente a la idea de equilibrio.

Nuestra revisión histórica nos llevará a precisar esta endogeneidad del dinero desde dos ángulos complementarios: endogeneidad de la oferta monetaria como variable dependiente de la demanda de dinero; y endogeneidad del dinero en tanto que su evolución obedece a razones prácticas, derivadas de la coyuntura y necesidades económicas de cada momento histórico. Una evolución que irá desde los patrones monetarios que trataron de garantizar la convertibilidad monetaria a partir de la vinculación con un metal precioso, hasta la ruptura final de estos modelos ante la contradicción insuperable de una oferta monetaria rígida frente a una demanda de dinero muy elástica.

Entender cómo hemos llegado hasta el "no-sistema" monetario internacional de nuestros días y la situación de liquidez global post Bretton Woods nos aportará importantes claves para entender mejor el contexto que propicia el ciclo de crecimiento entre 1994 a 2008 de la economía española, objeto de nuestra tesis. Para ello, a partir de esta revisión de la literatura del primer capítulo analizamos, en primer lugar, el ciclo expansivo de la economía española objetivo de la investigación, pero focalizada en la evolución del crédito a otros sectores residentes y el apalancamiento en el sector privado como elementos relevantes en el referido ciclo. Este análisis más agregado nos permitirá

observar la especial relevancia que plantea en la dinámica de crecimiento el endeudamiento de los hogares y de qué manera cumple una funcionalidad a la hora de conectar el ciclo expansivo interno guiado por la deuda, con el entorno externo de liquidez global que hace sostenible la expansión del crédito privado no financiero con las entidades financieras como intermediarias entre la demanda de liquidez local y la oferta de liquidez global.

Respecto a la necesaria adopción de un marco analítico que incorpore las especificidades históricas entendemos que queda bien expresada por Branko Milanović al afirmar con sorna que la belleza de la economía consiste en que, como nadie lee nada escrito hace más de cinco años, las teorías, hipótesis y doctrinas pueden reinventarse permanentemente y la gente puede volverse famosa durante un par de años, hasta que lo que escribieron sea a su vez olvidado[4]. Con esto queremos decir que, a nuestro juicio, un adecuado entendimiento de los elementos analíticos exige acompañarse de una perspectiva histórica. De este modo, observamos por ejemplo cómo el debate sobre la endogeneidad o no del dinero y el supuesto vínculo entre oferta monetaria e inflación tiene por lo menos cinco siglos. O cómo la evolución histórica del dinero nos enseña que este evoluciona como el resto de las relaciones sociales, y que toda pretensión de equilibrio estable en el tiempo ha fracasado en la práctica.

Esta perspectiva histórica nos ayuda asimismo a entender mejor el contexto en el que se enmarca nuestro objeto de estudio. Para saber dónde estamos resulta útil saber cómo llegamos aquí. En particular, cómo el sistema monetario internacional pretendidamente autorregulado del patrón oro evolucionó hasta el actual no-sistema de dinero fiduciario y liquidez global.

A partir de las coordenadas teóricas e históricas planteamos un marco analítico que incluye los siguientes elementos:

Primero, un enfoque de dinero endógeno, de manera que la oferta monetaria es una variable dependiente de la demanda de crédito, en función de las expectativas de beneficios que fijarán los niveles de inversión en activos de capital, según los retornos esperados de tales activos.

[4] La cita fue publicada por Milanović en su cuenta de la red social X (antigua Twitter), el 16/10/2024. https://x.com/BrankoMilan/status/1846401351728644533 (última revisión 13/03/2025).

Segundo, partimos de la hipótesis de la fragilidad financiera como algo inherente al sistema financiero y por tanto a la dinámica económica. Una inestabilidad financiera planteada en términos de análisis histórico por Charles Kindleberger y expresada como hipótesis por Hyman Minsky y posteriormente planteada para un contexto de economía global por Martin Wolfson. Una inestabilidad inherente que relaciona deuda y precios de los activos, pero sobre todo cómo el incremento de los precios de los activos puede generar efectos de retroalimentación positiva, de manera que aumente su demanda financiada de forma apalancada y que los agentes económicos estén dispuestos a asumir mayores riesgos.

Tercero, vinculado a lo anterior, una estructura de liquidez global con dinero endógeno, creado vía crédito y con ello determinado por la dinámica económica y las expectativas de beneficio, que impulsa la demanda interna. Una dinámica de demanda interna propulsada por el crédito al sector privado que caracterizó el ciclo expansivo de la economía española. Un endeudamiento cuya sostenibilidad en el tiempo fue posible por esa conexión entre una abundante liquidez global frente a una escasez relativa de activos de bajo riesgo donde invertir, demanda interna apalancada, impulsada por la inflación de activos, bajada de tipos de interés reales y un mayor apetito por el riesgo.

Una vez explicitado el objeto de la investigación y los interrogantes a los que trata de dar respuesta, vamos a argumentar su relevancia centrándonos en cinco aportaciones fundamentales.

En primer lugar, a partir del uso del enfoque narrativo antes referido, la tesis aporta una revisión crítica detallada y con perspectiva histórica de una temática que durante mucho tiempo ha sido bien eludida en la literatura académica, o bien sujeta a confusión e interpretaciones, entendemos que inadecuadas. Desde nuestra perspectiva, el enfoque endógeno del dinero y la fragilidad financiera ayudan no solo a explicar tanto la situación actual de liquidez global e inestabilidad como la tendencia al endeudamiento y las burbujas de activos, sino también a clarificar el mapa teórico de las distintas aportaciones y controversias principales en el terreno de la teoría monetaria y financiera[5]. Pero, además, la relación entre liquidez global y dinámica económica interna plantea una línea

[5] En este sentido, y aunque queda fuera de nuestro objeto de estudio en este trabajo, el marco teórico planteado permite ofrecer un buen punto de partida para el análisis de innovaciones financieras aún incipientes en el ámbito monetario, como son los criptoactivos o el dinero público digital (CBDC, por sus siglas en inglés).

de investigación de indudable potencial explicativo para comprender el auge a escala internacional en los precios de la vivienda, la dinámica de endeudamiento de los hogares, el rol dominante de la financiación hipotecaria en la expansión del crédito privado y la interrelación de todos estos factores.

En segundo lugar, la presente tesis plantea una conexión entre liquidez y ciclo financiero globales con la dinámica de crecimiento interno caracterizado por la acumulación de un ingente volumen de deuda. Este planteamiento resitúa dinero y crédito en el centro del análisis, planteando asimismo un concepto de endogeneidad indisociable de la inestabilidad inherente del sistema financiero. Y ello, al tiempo que conceptualiza la dinámica económica capitalista como eminentemente financiera. Esto por una parte se aleja de planteamientos teóricos en los que el sector financiero aparece como un elemento adicional que actúa como acelerador de un shock exógeno temporal. Pero también de otros enfoques que, señalando adecuadamente la relevancia de lo financiero en la dinámica económica, plantean esto como un elemento dicotómico de la llamada "economía real", y circunscrito a un período específico.

En tercer lugar, la crisis española, y con ella el ciclo expansivo financiado por sobreendeudamiento privado que la explica y precede, resultan objetos de estudio paradigmáticos tanto respecto al papel central de la dimensión financiera en la dinámica económica como respecto a las crisis de deuda privada en el contexto monetario y financiero actual. Su estudio aporta claves fundamentales para el perfeccionamiento de nuestra perspectiva analítica sobre los temas financieros en general, y las crisis en particular. A la vez que facilita la comprensión (y previsión) de otras crisis que, aun con especificidades propias, puedan presentar elementos comunes relevantes.

En cuarto lugar, la relación entre crisis de deuda y desigualdad delimita un ámbito de análisis de gran fecundidad analítica e indiscutible importancia social. El caso de la economía española, que reúne singularidades llamativas tanto respecto a su dinámica de endeudamiento como a la desigualdad estructural característica de nuestro país, está llamado a ser un caso referente para la literatura especializada en dicho binomio. Sin embargo, según comprobamos en esta investigación, para el caso de la economía española durante el período que nos ocupa el vínculo entre endeudamiento y desigualdad no se ajusta a la hipótesis ampliamente difundida. Desmontar este argumento mediante la constatación de que, al menos en este caso, no se cumplen las premisas de partida y

ofrecer un planteamiento causal alternativo respecto a esa relación entre desigualdad y crisis de deuda, no solo ayuda revelar la dinámica económica que caracterizamos en esta investigación, sino que también contribuye a enriquecer las discusiones teóricas en curso sobre esta temática.

En quinto y último lugar, el análisis de la crisis por sobreendeudamiento en España ofrece algunas herramientas para entender mejor el modo de recuperación en el caso de una crisis financiera como la de 2008, y que conllevó una lenta recuperación acorde con la dinámica de desapalancamiento privado. Un mejor entendimiento de este tipo de crisis permite establecer políticas públicas más eficaces de cara a la recuperación. Al mismo tiempo ayuda a explicar aspectos de la dinámica económica española actual, como el comportamiento del PIB per cápita o la situación de la vivienda en nuestro país. Una dinámica recurrente también fuera de España. Este elemento, el de la vivienda, como activo de inversión en un contexto de libre flujo internacional de capitales y escasez relativa de activos considerados seguros, plantea importantes retos para la gestión inmobiliaria.

Cerramos esta introducción adelantando la estructura de la investigación que se presenta. En coherencia con las tareas marcadas, la tesis está estructurada en tres capítulos, aparte de las conclusiones y la bibliografía empleada.

En el primer capítulo planteamos las coordenadas teóricas e históricas del marco analítico, comenzando por definir los conceptos básicos, como son dinero, crédito y liquidez, así como el enfoque endógeno de la oferta monetaria, en términos tanto de oferta monetaria dependiente de su demanda, como en lo relativo a la evolución del dinero y con este, la evolución de los sistemas monetarios internacionales para entender por qué llegamos al actual no-sistema de liquidez global y dinero fiduciario. Vinculado a estos conceptos se expone la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky, desde nuestro criterio la mejor aproximación analítica disponible frente las carencias en temas financieros en buena parte de la literatura económica. También se lleva a cabo una revisión crítica con respecto al enfoque de la financiarización y las limitaciones que plantea. Establecida esa fragilidad financiera en un contexto de abundante liquidez global, en este primer capítulo se analiza su relación con la centralidad que han ido adquiriendo los préstamos hipotecarios en la cartera de crédito de las entidades bancarias a lo largo de

estas últimas décadas. La cuestión clave es qué vinculación puede tener el auge del crédito hipotecario con esta fragilidad financiera y liquidez global.

El segundo capítulo caracteriza la dinámica de crecimiento de la economía española en nuestro periodo de estudio (1994-2008), definida como crecimiento guiado por la deuda privada e integrada en una unión monetaria. Hay que destacar el hecho de que España habría pasado de una divisa débil como la peseta a otra fuerte como el euro en un contexto de abundante liquidez, lo que contribuiría a una mayor entrada de capitales hacia España. Esta ingente entrada de recursos financieros explica de una parte el enorme déficit por cuenta corriente que alcanzaría la economía española, como también el elevado apalancamiento por parte de las entidades financieras de crédito para sostener una financiación que llegó a crecer a tasas anuales de dos dígitos. Como veremos, esta sobreabundancia de crédito para financiar una demanda de inversión muy superior a la capacidad interna de sostenerla se trasladará especialmente, aunque no solo, al sector inmobiliario, generando así la mayor burbuja crediticia en la historia de nuestro país. Este modelo de crecimiento permite identificar la crisis posterior como recesión de balances (Koo, 2011a).

El tercer y último capítulo está enfocado a analizar de manera más concreta el endeudamiento de los hogares y el papel de la desigualdad en la dinámica de crecimiento y endeudamiento previamente estudiada. Para ello constata que al menos en el caso de la economía española no se cumplen las premisas de partida en la denominada "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera", y que ha sido planteada por diversos analistas, como se expuso anteriormente. Por tanto, dicho planteamiento no resultará adecuado, al menos para el caso de la economía española durante el período analizado, por lo que planteamos una posible relación causal alternativa para explicar la relación entre apalancamiento de los hogares y demanda interna impulsada guiada por la deuda. Un planteamiento que vincula el endeudamiento de los hogares en España con la inversión residencial y que resultaría a su vez funcional a la dinámica de financiación de crédito a la inversión con financiación externa mediante la titulización de préstamos hipotecarios.

La alquimia de transformar en líquidos esos activos ilíquidos de los bancos nos llevará a su vez a plantearnos su coste, en términos de fragilidad financiera de los hogares,

observando al respecto un impacto especialmente para aquellos con menor renta y con ello ya de por sí más vulnerables si cabe.

CAPÍTULO 1

MARCO ANALÍTICO: COORDENADAS TEÓRICAS E HISTÓRICAS PARA EL ESTUDIO DEL PROCESO DE SOBREENDEUDAMIENTO PRIVADO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En este capítulo planteamos el marco analítico de nuestro objeto de estudio desde una perspectiva teórica e histórica. Por un lado, establecemos las coordenadas teóricas en el análisis del objeto de estudio: el proceso de sobreendeudamiento privado de la economía española; y, por otro lado, las coordenadas históricas ofrecen una adecuada perspectiva para situar el debate y naturaleza del dinero endógeno, incluida su evolución en el tiempo desde el recurso a diferentes bienes como medio de cambio, hasta el actual dinero fiduciario en un contexto de liquidez global. Ese doble enfoque, analítico e histórico, servirá para dotar de una mayor capacidad explicativa al fenómeno de expansión del crédito que se observa de manera prácticamente global y que desembocó en la crisis financiera de 2008. Asimismo, nos permitirá explicar el papel predominante de la financiación en vivienda que ha tenido dentro de ese contexto de expansión crediticia. Una expansión del crédito a vivienda que, como veremos en los capítulos siguientes, tuvo una especial incidencia en la economía española.

El capítulo está estructurado como sigue. En los dos primeros apartados explicaremos los conceptos dinero, crédito y liquidez, así como su carácter como elementos centrales de la actividad económica, si bien no siempre de los análisis económicos.

El tercer apartado expone el carácter endógeno del dinero. Una conceptualización prácticamente de consenso en la actualidad (si bien con matices importantes según enfoques teóricos), pero que como veremos arrastra siglos de debate. Una endogeneidad entendida aquí en un doble sentido: de la oferta monetaria dependiente de la demanda a partir del crédito; y de la evolución histórica del dinero. Dicha evolución, expuesta sintéticamente en el cuarto apartado, nos permitirá entender mejor el contexto actual de liquidez global endógena y expansión del crédito. Una evolución que, como veremos, expresa cómo las innovaciones financieras y la evolución del dinero como relación social

son determinadas por la coyuntura histórica y las necesidades de liquidez que demanda la actividad económica.

El quinto apartado nos ubica en la situación actual de liquidez global y libre flujo internacional de capitales, que plantean limitaciones en materia de política económica a los gobiernos y permite una mayor producción de liquidez a partir de la alquimia que supone transformar en líquidos activos financieros ilíquidos, como son los préstamos hipotecarios. El resultado de esta situación, expuesto en el apartado seis, es una fragilidad financiera en una dinámica de crecimiento guiado por la deuda que hace más inestable la economía. Un análisis para el que recurriremos a la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky frente a las limitaciones que presenta la teoría estándar al plantear al sistema financiero como un amplificador de la crisis, pero no en un determinante fundamental. Encontramos por otra parte que, si bien el enfoque de la financiarización tiene el acierto de situar esta cuestión como central, presenta carencias operativas dada la vaguedad de sus definiciones, así como la poca claridad a la hora de discernir entre cambios estructurales endógenos y elementos exógenos. El séptimo apartado está dedicado al préstamo hipotecario y cómo el endeudamiento de los hogares ha pasado a asumir un rol central en la dinámica de crecimiento impulsado por una demanda apalancada, para terminar con las conclusiones concernientes a este primer capítulo.

1.1. Dinero y liquidez: la centralidad de dinero y crédito en la economía

El planteamiento de que el dinero ocupa un lugar central en cualquier economía contemporánea no resultaría una afirmación particularmente sorprendente. Y, sin embargo, a menudo esa centralidad en la actividad económica no se ha visto de igual modo reflejada en la literatura académica. Smith (1776) planteaba el origen del dinero en el capítulo cuatro del libro I, para luego tratar con mayor profusión el dinero como forma de capital en el libro II; pero Ricardo (1817) no abordaba específicamente el tema –y de forma breve– hasta el capítulo XXVII "Sobre el dinero y los bancos"[6]. Como notable contraejemplo, Marx (1867) sí comienza su obra fundamental con "mercancía y dinero", si bien luego la parte del crédito quedaría inacabada y escasamente desarrollada. Más adelante, con la "revolución marginalista" y el surgimiento del enfoque neoclásico de equilibrio general de Walras (1874), que aún hoy sirve de base en los primeros cursos de docencia, el centro de atención pasa desde la producción al intercambio. Los bienes se intercambian entre sí en función de sus precios relativos, sin que sea necesaria en la práctica la presencia efectiva del dinero, que tampoco tendría efectos en los intercambios. E igualmente, en la teoría del equilibrio general, representada por los modelos de Arrow-Debrew, no hay tampoco lugar para el dinero (Wray, 2006).

Los modelos neoclásicos partían de supuestos en los que se descartaba la existencia de dinero, tiempo, incertidumbre y costosos activos de capital (Davidson, 1972). La dimensión monetaria y financiera se presenta de ese modo como un simple velo en la medida en que no incide en la dinámica económica (Medialdea, 2010: 16). La autoridad determinaba la oferta monetaria y los bancos comerciales ajustaban sus estructuras de activos y pasivos conforme a esa autoridad, el banco central, aumente o reduzca sus reservas. La creación de crédito a través de los préstamos bancarios carecía de importancia. Sirva como ejemplo el modelo IS-LM de Hicks (1937), que incluye el dinero para fijar un equilibrio entre el mercado de bienes y el mercado monetario, pero donde los bancos comerciales no existen.

[6] El autor explica al inicio del capítulo que ya se había escrito mucho sobre ese tema: "Tanto se ha escrito ya acerca del dinero que, entre los que prestan atención a estas cuestiones, solo aquellos poseídos de prejuicios ignoran sus verdaderos principios. Por tanto, haré solamente una breve exposición de las leyes generales que regulan su cantidad y su valor" (Ricardo, 1817: 293). Pasa por tanto por alto, o parece al menos dar por concluido (y ganado) el debate que había entonces entre la escuela monetaria y la escuela bancaria, en el que él mismo participó (véase el apartado 1.3.1.).

El planteamiento sobre la irrelevancia del dinero se vería reforzado durante el siglo XX por, al menos, dos vías. En primer lugar, por el auge del monetarismo liderado por Milton Friedman, quien revitalizaba la teoría cuantitativa del dinero expresada por Fisher (1911). Solo a partir de los años ochenta del pasado siglo, en buena medida a partir de recuperar los planteamientos de Fisher (1933), la economía académica dominante comenzó a considerar una perspectiva analítica del dinero donde el crédito bancario al fin importaba, si bien con matizaciones sustanciales, como se verá en el apartado 1.6. Un rodeo muy largo, si tenemos en cuenta la recurrencia y gravedad de unas crisis financieras que no tenían explicación teórica y, con ello, no deberían existir. En segundo lugar, destacan los planteamientos, entre otros, de Modigliani y Miller (1958), para quienes las decisiones económicas reales se habían vuelto independientes de la estructura financiera de los agentes (volveremos sobre ello con más detalle en el apartado 1.6.1.).

Sin embargo, a pesar de la escasa atención recibida por el enfoque neoclásico o la síntesis neoclásica, de forma paralela se desarrolla una discusión teórica sobre la naturaleza misma del dinero y el crédito (o el propio carácter crediticio del dinero), así como su impacto sobre la dinámica económica. Es, como veremos en el apartado 1.3., un interesante debate con una historia secular. Tomar la perspectiva histórica de esta discusión analítica, aunque aquí sea de manera resumida y por ello inevitablemente simplificada ayudará, esperamos, a aprehender mejor la naturaleza del dinero y el crédito, así como su implicación en la economía actual. Y, en particular, para el análisis de nuestro estudio de caso: qué hizo posible la mayor burbuja de crédito en España.

1.2. Definición de dinero, crédito y liquidez

Paradójicamente, algo tan cotidiano en nuestros días como el dinero resulta complicado de acotar en una definición. Un recurso frecuentemente utilizado para concretar en qué consiste el dinero sería considerarlo como todo aquel activo aceptado como medio de pago en los intercambios comerciales de bienes y servicios al menor coste posible en la transacción. En todo caso, además de esta función como medio de pago, el dinero debe cumplir de manera simultánea otras dos funciones más[7]. Es decir, ha de actuar como unidad de cuenta y como reserva de valor[8]. Como unidad de cuenta sirve de patrón de medida que permite comparar diferentes mercancías entre ellas, en este caso en términos de precios. Sin embargo, resulta una unidad de cuenta muy peculiar, pues al contrario que otras unidades de medida, en el caso del precio este no es estable en el tiempo. Es sabido que una unidad de dinero no mantiene constante su poder de compra. Precisamente lograr la estabilidad del poder adquisitivo del dinero ha sido, como veremos en el siguiente apartado, una de las primeras preocupaciones de la economía política.

En su función como reserva de valor, el dinero permite actuar como medio de pago diferido en el tiempo. Así, mediante el atesoramiento se pueden trasladar pagos en el tiempo y el espacio, postergándolos en el presente para llevarlos a cabo en el futuro o en otro lugar. Esta capacidad del activo para obrar como reserva de valor dependerá a su vez de las expectativas, tanto sobre el mantenimiento de su valor de cambio en el tiempo como en la confianza que se tenga sobre la continuidad de su aceptación social como medio de pago.

Es importante destacar que la definición propuesta implica que el dinero, más que un mero activo real o financiero[9], es sobre todo una relación social, expresada tanto en su aceptación generalizada como medio para realizar una transacción como por la existencia de relaciones sociales específicas que demandan su uso[10]. Por otra parte, la definición no

[7] Para satisfacer su función como dinero necesita ser aceptable en todo momento, además de estar disponible en cantidades suficientes. Es por ello por lo que hay un estrecho vínculo entre dinero y liquidez (King, 2016: 90).

[8] Parguez (2006).

[9] Un activo financiero es aquel que tiene como contrapartida un pasivo. Es decir, es un derecho de cobro futuro, que será la obligación de pago para su contraparte. Mientras, un activo real no es a su vez el pasivo de nadie y tiene un valor intrínseco propio.

[10] En este sentido resulta interesante cómo Smith (1776) sitúa al dinero como una creación a partir de la división del trabajo y especialización. Es una consecuencia a partir de un modo de producción, en lugar de centrarse en el intercambio como haría luego la economía neoclásica.

restringe el dinero a un bien concreto (el oro o la plata, por ejemplo), sino que los instrumentos susceptibles de actuar como dinero pueden ser variados y han cambiado, de hecho, a lo largo del tiempo. La oferta monetaria en la actualidad (el dinero en circulación en la economía) es de varios tipos, denominados agregados monetarios[11], siendo hoy en día la forma de dinero más frecuente los depósitos bancarios a la vista.

La variedad de instrumentos susceptibles de ser dinero ha sido extensa, habiéndose encomendado a múltiples bienes, desde conchas de moluscos, cabezas de ganado, cacao, hojas de tabaco, dientes de perro, sal, azúcar… Dichas formas fueron evolucionando hasta el uso de metales preciosos (plata, oro, bronce y cobre) como dinero mercancía que sirviera como "equivalente general" de las demás, en términos de Marx (1867), siendo más fácilmente aceptados como medio de pago con otros países y facilitando el atesoramiento gracias a su mayor durabilidad.

La idea habitual en los autores neoclásicos, todavía presente en libros de texto, es que el dinero surgió históricamente como una mejora frente a un ineficiente trueque generalizado. Con esta innovación se habrían superado así dos importantes dificultades del trueque, tal como señaló Jevons (1879): la doble coincidencia de los deseos y conocer el tipo de cambio entre las distintas mercancías[12]. Sin embargo, como ha puesto de manifiesto Graeber (2011) y antes que él otros autores como Postan (1928) o Braudel (1977), no hay evidencia histórica de que tal trueque como sistema generalizado haya llegado a existir alguna vez. Lejos de ello, parece más bien que trueque, dinero y crédito

[11] El Banco Central Europeo distingue tres agregados monetarios principales. En primer lugar, los depósitos bancarios a la vista, junto con las monedas y billetes en manos del público: son el llamado agregado monetario estrecho o M1. Este, más los depósitos a plazo de hasta dos años y los depósitos con preaviso de hasta tres meses son el agregado monetario intermedio o M2. Finalmente, el agregado monetario amplio o M3 lo constituyen los dos agregados monetarios ya citados más las cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y los valores de renta fija de hasta dos años, emitidos por las instituciones financieras monetarias.
Hay un último agregado monetario, el más estrecho de todos (es decir, el de menor cuantía), denominado base monetaria o M0 y lo constituyen las monedas y billetes en manos del público más las reservas de los bancos en el Banco Central. A este agregado monetario se le conoce también como dinero de alta potencia (H_0).

[12] La doble coincidencia de deseos implica la necesidad para que se dé el trueque de que en el intercambio cada parte ha de poder ofrecer simultáneamente lo que la otra desea. El tipo de cambio entre mercancías se refiere a cómo determinar de antemano el número de unidades de un bien necesarias para intercambiarlo por otro: "Si se da una cierta cantidad de carne de vacuno por una cierta cantidad de maíz, y de la misma manera se cambia maíz por queso, el queso por huevos, los huevos por lino, etc., la cuestión seguirá siendo ¿cuánta carne de vacuno por cuánto lino, o cuánto de cualquier bien por una cantidad dada de otro?" (Jevons, 1879: 5).

habrían coexistido en el tiempo, incluso en épocas tardías como pudiera ser la Francia del siglo XIX (Kindleberger, 1984: 33).

De hecho, un bien podía servir también como activo financiero, susceptible de ser usado como medio de cambio. Así, ya en tiempos de Enrique II de Inglaterra (1133-1189) se usaban los palos de conteo, consistentes en una rama de avellano, a la que se hacía una muesca para indicar la cantidad debida y se partía por la mitad. El acreedor se quedaba una parte (llamada *stock*) y el deudor la otra (*stub*)[13]. Funcionaba literalmente como un pagaré (Graeber, 2011: 66). Más allá de lo anecdótico que pueda resultar, este hecho ilustra un ejemplo bien antiguo de creación de liquidez, y resulta por tanto muy ilustrativo para el enfoque que estamos planteando en este trabajo: el palo de avellano no servía solo como testimonio de un derecho de cobro, sino que tal derecho se podía intercambiar. La demanda de dinero creaba así su oferta. Pero he aquí una clave fundamental: ¿qué entendemos por liquidez?

Definiremos liquidez como la capacidad de un activo para ser convertido en dinero al menor coste posible. Es decir, un activo será más líquido cuanto más fácil y rápidamente pueda ser transformado en dinero, o incluso, llevado al extremo, si se da la circunstancia de que dicho activo sirve como medio de pago, sin una pérdida significativa de su valor. Por tanto, un activo lo suficiente aceptado, que tenga una amplia demanda, será un activo líquido. Esto es importante si pensamos en un activo financiero. Como tal representa un derecho de cobro futuro (y una obligación de pago para su contraparte). En la medida en que un activo asegure estas funciones sin pérdida significativa de su valor actuará como dinero efectivo (o como sustituto del dinero) y poseerá la cualidad de la liquidez. Un derecho que podrá ser a su vez intercambiado, es decir, podrá venderse a cambio de dinero para pasar a ser depositario del derecho futuro sobre el activo la persona que lo adquiera. Y mientras esa deuda no se liquide pero se mantenga la credibilidad de su pago futuro, el activo financiero en cuestión podrá seguir utilizándose como medio de pago. Una vez la deuda se cancela, el pasivo (y activo) desaparece: el dinero se destruye[14]. En última instancia, dicho activo (y pasivo) servirá como instrumento para propiciar el intercambio: actuará como dinero. En el ejemplo del palo de conteo antes citado, en tanto este pueda ser sujeto a compraventa su poseedor podrá convertirlo en efectivo (con un

[13] Según cuenta Graeber, los palos servían al rey para estimar la cantidad de impuestos a cobrar. Como curiosidad, los términos en inglés para accionista (*stock holder*) y recibo (*ticket stub*) proceden de ahí.
[14] Como apunta Graeber (2011), el dinero es una deuda que sirve siempre que no se pague.

descuento) sin tener que esperar a cumplirse el plazo de cobro. El activo ilíquido por su parte sí requiere de un plazo para ser cobrado íntegramente, se hace líquido al poder ser intercambiado.

La mayor o menor cantidad de activos susceptibles de ser dinero no vendrá determinada por un volumen de oferta monetaria ya dado, sino por la demanda de liquidez que genere la actividad económica[15] y la deuda que consecuentemente se genere. Como se explica en el apartado 1.6.2., esta cuestión será un elemento especialmente importante en el caso de los bancos, principales financiadores de deuda y, con ello, creadores de dinero.

1.3. La doble endogeneidad del dinero

Como planteamiento teórico de partida en nuestro trabajo adoptamos el concepto conocido en la literatura especializada como de dinero endógeno. Ello significa establecer que es la demanda de dinero la que crea su oferta y no a la inversa. En una economía monetaria como el capitalismo contemporáneo, esta creación de dinero se lleva a cabo por las instituciones financieras monetarias (en adelante, los bancos) a través del crédito. Con la concesión de un préstamo la entidad anota esa cantidad en el depósito de su cliente por valor de ese préstamo. Pero, y esta es la clave, ese dinero adicional anotado (y creado) en la cuenta bancaria no se ha generado previamente en ninguna otra instancia (como plantearía un enfoque exógeno del dinero): no proviene ni de otros depósitos ni de las reservas de la entidad financiera en el banco central[16]. La cantidad de dinero, por tanto, no puede ser fijada por el banco central, ni existe un multiplicador monetario que le permita este control de la oferta monetaria (Keen, 2011), ni los bancos comerciales necesitan tener un exceso de reservas para poder prestar. El mecanismo en realidad es, como decíamos, el inverso: son los créditos de los bancos los que crean los depósitos para

[15] Keynes (1936) distinguía tres motivos para la demanda de dinero: motivo de transacción, motivo de precaución y motivo de especulación. Los dos primeros dependerían positivamente del ingreso, mientras que el tercero dependería inversamente del tipo de interés.

[16] Como señala Lavoie (2005: 66), esta característica es sin duda la más conocida del enfoque postkeynesiano, si bien no ha sido un planteamiento exclusivo de esta escuela. También se plantea en Marx (1867), Schumpeter (1934), Keynes (1936), así como keynesianos como Tobin (1963). Con respecto a las diferentes visiones dentro del enfoque marxista, véase Evans (1997).

satisfacer así la demanda de los agentes económicos demandantes de financiación con la restricción de la credibilidad en términos de solvencia y garantías que ofrezca el prestatario.

La distinción entre el enfoque monetario exógeno y endógeno se ha planteado desde la literatura postkeynesiana, por ejemplo, en Moore (1988), como una línea de demarcación entre ortodoxia y heterodoxia[17]. Desde nuestro criterio, y como señala Palley (2002, 2013) esta distinción resulta simplista, y se explica por un contexto histórico particular, muy marcado por la necesaria respuesta teórica heterodoxa ante la pujanza entonces del monetarismo[18].

En realidad, una vez superadas aquellas controversias, la hipótesis de dinero exógeno no es necesaria en los modelos neoclásicos de equilibro general[19]. Por su parte, el monetarismo fracasó en su pretensión de controlar la oferta monetaria y hoy día existe un consenso amplio en el carácter endógeno del dinero y, por tanto, en que los créditos crean los depósitos. Un consenso cuyo culmen puede verse representado de manera simbólica cuando fue formalmente asumido por el Banco de Inglaterra. Ahora bien, el camino hacia ese consenso ahora vigente ha sido largo. Un repaso histórico a continuación nos permitirá tomar perspectiva sobre un debate poco tratado que, como veremos, ha llevado siglos y remonta al menos a la llegada de metales preciosos a Europa procedentes del continente americano, hasta llegar a la polémica entre la escuela monetaria y la escuela bancaria en el Londres del siglo XIX, la formalización de la teoría cuantitativa del dinero en el siglo XX y su recuperación posterior por el monetarismo.

[17] A su vez, dentro de la escuela postkeynesiana, surgiría un debate entre los horizontalistas, o también denominados acomodacionistas, y los estructuralistas. Los primeros, como Moore (1986, 1988, 2006) o Lavoie (1984, 2006) planteaban una oferta monetaria infinitamente elástica (horizontal), que se acomodaba a la demanda a partir del tipo de interés que fijara el Banco Central. Por su parte, para los estructuralistas, como Pollin (1991), el elemento clave lo constituirían las actividades de gestión del activo y del pasivo por los bancos privados, mientras el Banco Central reforzaría si acaso ese mecanismo (Palley, 2002). Los estructuralistas incluían los efectos de la demanda de dinero, así como de la preferencia por la liquidez sobre los tipos de interés, ambos ausentes en el enfoque acomodacionista, como criticaron Goodhart (1989), Palley (1991) o Howells (1995). Al respecto de este, véase Palley (2013). Según este autor, ambas posiciones han tendido a converger. Por su parte, Fontana y Venturino (2003) plantean que la diferencia está en los supuestos que definen el marco general de expectativas, siendo el modelo horizontalista un caso particular de un único período donde las expectativas de los agentes están dadas y son constantes.

[18] A nuestro juicio, una línea de demarcación más adecuada entre ortodoxia y heterodoxia sería la trazada por la existencia, o no, del concepto de equilibrio como cualidad intrínseca de la dinámica económica en el capitalismo (Palazuelos, 2022). Desde esta consideración, nuestro planteamiento en este trabajo será heterodoxo, en tanto rechaza una dinámica económica inherentemente estable.

[19] Véase, por ejemplo, Kiyotaki y Wrigth (1989).

Unos postulados finalmente abandonados ante el fracaso de su puesta en práctica por los principales bancos centrales para el control de la inflación y que han terminado con el reconocimiento de la endogeneidad del dinero y su creación *ex nihilo* por los bancos en un informe del Banco de Inglaterra. Dos siglos después de que la misma institución se viera desacreditada en su gestión sobre los precios por otro informe de gran importancia. Lo vemos a continuación.

1.3.1. La oferta monetaria endógena en perspectiva histórica: del *Bullion Report* al *Bulletin Report*

Pese a las notables diferencias entre autores, se podría trazar una línea argumental[20] en el tiempo que vinculara a autores desde Oresme, Bodin y los escolásticos de Salamanca, pasando por Hume, Ricardo y la escuela monetaria, las escuelas neoclásica y austríaca, hasta llegar a los monetaristas. Frente a tal planteamiento, encontramos una línea argumental alternativa, que iría desde Malestroit, la escuela bancaria, pasando por autores tan diversos como Mill, Marx, Schumpeter, Kalecki o Keynes, hasta llegar a keynesianos como Tobin, y a los enfoques postkeynesianos. Es la línea que plantea el concepto de dinero endógeno. Al contrario que el primer grupo de economistas, este enfoque endógeno parte de situar al dinero en la centralidad del sistema económico[21].

Si bien es habitual ubicar el origen del debate sobre la endogeneidad o no del dinero en la polémica entre las llamadas escuela bancaria y escuela monetaria en la Inglaterra del siglo XIX, la controversia es más antigua y podemos encontrarla ya varios cientos de años antes, en el siglo XVI, vinculado por entonces con la llegada de metales preciosos a Europa, fundamentalmente plata, procedentes de América, entre 1560 y 1570 (Kindleberger, 1984: 43; Vilar, 1969). La fuerte subida de precios, contemporánea a aquella llegada masiva de metales preciosos que servían en buena medida como dinero,

[20] Esta propuesta de sistematización se plantea en Medialdea (2010: 15), a partir de las propuestas de Wray (1990) y Rochon (1999), donde se toma como eje delimitador la relación entre la esfera monetario-financiera con la dinámica económica general.

[21] Hasta el punto de que algunos autores, en especial postkeynesianos, hablan de "economías monetarias de producción", entre las que destacaría el capitalismo.

planteaba obviamente una posible relación entre aquella oferta monetaria creciente y la continuada alza de precios en el Viejo Continente.

En 1566 Malestroit, asesor del rey de Francia y maestro de la Cámara de Cuenta, planteó que el alza de precios observada en la primera mitad del siglo XVI se debía en realidad a la adulteración de la moneda, un envilecimiento especialmente acusado en Francia y más si cabe en la Inglaterra de Enrique VIII. En consecuencia, a su parecer, no habría tanto un alza de precios, sino más bien una degradación en el contenido de metales preciosos en las monedas, lo que reducía su valor. Ello conducía a que se necesitara un mayor número de monedas para pagar un mismo precio. Pero además de la adulteración de la moneda como explicación, añadía también factores reales, sobre todo el malestar social y la pérdida de trabajo que seguía a los períodos de hambre y escasez (Tortajada, 1987; Kindleberger, 1984: 43).

En la réplica de Jean Bodin (1568) a Malestroit, dos años más tarde, defendía por el contrario que la ingente llegada de metales a Europa resultó el factor determinante del alza de precios. Este enfoque de Bodin se considera el precedente de lo que sería la teoría cuantitativa del dinero, formalizada siglos después por Irving Fisher (1911). Cabe matizar al respecto que doce años antes de la publicación de Bodin, el navarro Martín de Azpilcueta (1556), incluido en la que posteriormente se denominaría escuela de Salamanca (Grice-Hutchinton, 1989) había expresado ya esa relación de causalidad que a su juicio existía entre masa monetaria y precios (Huerta de Soto, 2002: 255)[22]. Este planteamiento[23] influiría en autores posteriores como Hume (1752) o Ricardo (1817). Precisamente este último participó en el debate antes aludido entre la escuela monetaria (*Currency School*) y la escuela bancaria (*Banking School*), en el que se repetirían en cierto modo las posiciones entre Malestroit y Bodin (y Azpilcueta)[24].

[22] Huerta de Soto señala asimismo al padre Juan de Mariana como precursor del concepto de inflación como impuesto, confundiendo con ello la depreciación de la moneda resultado de su adulteración (en este caso por el gobernante) con la inflación en caso de moneda fiduciaria, en la que el Estado no recibe necesariamente un beneficio neto, en tanto la parte de mejora de ingresos que pueda lograr tiene como contrapartida un mayor peso del gasto nominal, además de las deudas expresadas en moneda extranjera o aquellos pagos legalmente indexados al nivel de precios.

[23] Si bien cronológicamente el precursor sería Azpilcueta, la influencia en autores posteriores fue vía Bodin, no se sabe si influenciado por el sacerdote navarro.

[24] A estos dos planteamientos en liza habría que incluir a quienes no se adscribían a ninguno de los dos: Thomas Joplin por un lado y la escuela de la banca libre por otro. Para más detalles sobre los diferentes debates monetarios de la época, véase Arnon (2011). Un debate entre el "keynesianismo" y el "monetarismo" de los siglos XVIII y XIX en Kindleberger (1985). El debate fue tratado también por Marx (1867: volumen 7).

La polémica surge en este caso por el llamado "agio sobre el oro", referido al beneficio obtenido en el cambio debido a la devaluación de la libra esterlina tras la suspensión de su convertibilidad con el oro en 1797 y la guerra contra Napoleón. Ante ese hecho, el gobierno británico encargó la creación de una comisión que estudiara las causas, el Comité sobre el Metálico (Bullion Committee)[25]. En su informe, el conocido como *Bullion Report* (House of Commons, 1810), se concluye que la depreciación de la libra había sido consecuencia de la expansión en la emisión de billetes durante la guerra, en contra de la posición defendida por el Banco de Inglaterra.

La escuela monetaria, que estaba representada fundamentalmente por Samuel Jones Lloyd, Robert Torrens y George Wade Norman, contaba con el respaldo intelectual de David Ricardo[26], y logró imponerse mediante la aprobación de la ley bancaria (*Bank Act*) de 1844.

Frente a esta visión se situaba por otro lado la llamada escuela bancaria, liderada por Thomas Tooke, John Fullarton y James Wilson, además de John Stuart Mill. Esta propugnaba que esa depreciación frente al oro había sido causada por problemas en la balanza de pagos, derivados de los subsidios otorgados a los aliados británicos en la guerra frente a Napoleón, realizados mediante cambio de monedas; también por malas cosechas, que aumentaron la demanda de grano procedente del Báltico; y por la restricción monetaria en Hamburgo, que subió tipos de interés con la consiguiente atracción de capitales británicos hacia esa ciudad Estado (Kindleberger, 1984: 85). El debate se repetiría al plantear las causas de la gran depresión entre 1873 y 1896 (Ibid.: 96), o la inflación alemana tras la Primera Guerra Mundial. Un debate que volvería a plantearse de nuevo con el auge del monetarismo (véase, por ejemplo, Friedman, 1968 y 1991), que recuperaba a su vez la teoría cuantitativa del dinero de Fisher (1911). Y frente a esta contrarrevolución monetarista[27], las réplicas desde diferentes variantes del keynesianismo[28], entre otras las de Kaldor (1982 y 1985) o Tobin (1981), este último a partir de las críticas planteadas por Johnson (1971).

[25] El nombre oficial era *Selected Committee on the High Price of Gold Bullion* (Comité Seleccionado sobre el Alto Precio de los Lingotes de Oro).
[26] Ricardo se ubicaría en el llamado bullionismo radical, para quienes la depreciación del papel moneda se debió exclusivamente al aumento de su oferta.
[27] Tobin (1981) señala que el monetarismo liderado por Friedman actuó como puente entre el viejo monetarismo de la teoría cuantitativa del dinero y el nuevo, concretado en la nueva macroeconomía clásica, a la que el citado autor se refiere como "monetarismo II".
[28] Obviamente también desde posiciones heterodoxas fuera del keynesianismo.

Para los monetaristas la labor de la autoridad monetaria, el banco central, habría de consistir en controlar la oferta monetaria con el fin de aportar un marco monetario estable para la economía, incluyendo con ello el control de la inflación (Friedman, 1991: 76). Mientras, los críticos a esta posición desde diversas corrientes de pensamiento económico planteaban el carácter endógeno del dinero moderno, al entender que este era creado por los bancos mediante el crédito (Tobin, 1963).

Los planteamientos monetaristas fueron bien acogidos por los bancos centrales, en un contexto de patrón Bretton Woods agonizante, estancamiento económico y elevada inflación (la estanflación) y a las puertas de pasar a un sistema monetario de dinero fiduciario que dejase atrás al tipo de cambio fijo dólar-oro de posguerra.

La idea era que, con un crecimiento fijo de la oferta monetaria en torno a un nivel objetivo y que se correspondiera con la tasa media de crecimiento económico a largo plazo, se podría controlar la inflación, aunque las causas del aumento generalizado de precios no fuesen monetarias. Así, ante una oferta monetaria estable, esa inflación no duraría más allá del corto plazo (Deane y Pringler, 1996: 126). Este era el sentido de la afirmación de Friedman acerca de que la inflación era en todo momento un fenómeno monetario[29].

Y en coherencia con este planteamiento empezó así la Reserva Federal a formular sus políticas en términos de objetivos para los agregados monetarios a partir de 1970 (Tobin, 1981: 31; Eichengreen, 1996: 198). Sin embargo, quien primero dio a conocer un objetivo cuantitativo de crecimiento de la masa monetaria fue el banco central alemán, el Bundesbank, de manera experimental a finales de 1974, inicialmente de meta para un año y posteriormente de promedio anual (Sainz Fuentes, 1994: 5).

Los resultados no fueron los esperados[30]. En el caso de la Fed, durante los siguientes diez años sin conseguir la esperada estabilidad encadenaron tres recesiones, frente a la década precedente sin ninguna (Tobin, 1981). Obviamente, la influencia del monetarismo en la Reserva Federal, como también en otros bancos centrales, no fue causa en sí misma de ninguna recesión, pero parece claro que sirvió de poco o nada para evitarlas. La idea de que con políticas estables se lograría una economía estable no

[29] La célebre cita aparece recogida en Friedman y Schwartz (1963).

[30] Las medidas cuantitativas de agregados monetarios cayeron en desuso dada la ausencia de relaciones estables empíricamente entre tales agregados y variables macroeconómicas (Chen *et al.,* 2012).

funcionó[31]. Cabe señalar que el Bundesbank mantuvo una mayor resistencia a renunciar a estos objetivos cuantitativos y, de hecho, se barajó la posibilidad de que el nuevo Banco Central Europeo (BCE) mimetizara los objetivos cuantitativos de crecimiento del agregado monetario M3 del Bundesbank[32]. Finalmente se optó por una estrategia de dos pilares en la que, al pilar monetario basado en los agregados, se le sumó un segundo pilar con el conjunto de determinantes de la inflación en el área. En poco tiempo se abandonó el uso de los agregados monetarios como eje central de la política monetaria (Malo de Molina, 2021: 74).

El fracaso de los planteamientos monetaristas en cuanto al control de la oferta monetaria, con el consiguiente abandono de esta estrategia por los bancos centrales, podría considerarse el golpe de gracia para los herederos de la escuela monetaria. En consecuencia y, si bien obviamente con diferencias según distintos enfoques teóricos, el concepto de dinero endógeno está en la actualidad ampliamente aceptado[33].

Podríamos en todo caso considerar como simbólico cierre de círculo, doscientos años después y en la misma capital británica donde se inició aquel debate en torno a la labor del Banco de Inglaterra, la significativa publicación en su *Quarterly Bulletin* (Boletín Trimestral) de un artículo donde se explicaba desde un enfoque explícitamente endógeno la creación de dinero en una economía moderna, señalando el papel activo de las entidades bancarias mediante la generación del crédito y estableciendo con ello la naturaleza endógena de la oferta monetaria (McLeay, Radia y Thomas, 2014). Ese documento, publicado por el Banco de Inglaterra, explica con detalle la generación de dinero a partir del crédito y daba la razón por tanto a los herederos de aquella escuela bancaria, y muy especialmente a la escuela postkeynesiana, dos siglos después del *Bullion Report*.

[31] "Se trata de un punto de vista que ignora la posibilidad de que el funcionamiento normal de nuestra economía conduzca a relaciones financieras frágiles y, por tanto, inestables" (Minsky, 1986: 105).

[32] Según Malo de Molina (2021: 73) el entonces gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, se mostró escéptico con tal estrategia una vez había comprobado su inviabilidad para la economía española.

[33] Por ejemplo, Kiyotaki y Wright (1989) plantean un modelo neoclásico con dinero fiduciario endógeno. En el denominado modelo de nuevo consenso, o nueva síntesis neoclásica, surgido entre finales de los años noventa y principios del nuevo siglo, la oferta monetaria se adapta a la demanda de dinero a partir del tipo de interés fijado por el Banco Central (Lavoie, 2014: 183). También desde la escuela austríaca, como plantea la revisión crítica de Rallo (2019) a la teoría monetaria de Mises. Una propuesta criticada a su vez por otros partidarios de esta escuela austríaca más ortodoxa, como Bagus (2023), y que contradice asimismo la idea de banca con coeficiente de reservas del cien por cien defendida, entre otros, por Huerta de Soto (1998).

1.3.2. Una segunda acepción de endogeneidad: la evolución del dinero

El concepto de endogeneidad tiene una segunda acepción, adicional a la ya analizada respecto al tratamiento teórico de su creación. Siguiendo a Palley (2002), esta segunda acepción es la referida al efectivo surgimiento y evolución histórica del dinero. El planteamiento de que históricamente el dinero surge como instrumento que se desarrolla de manera evolutiva ya fue planteada por autores clásicos como Menger, precursor tanto de la escuela austríaca como de la escuela neoclásica de economía. Menger (1871) defendía que el dinero surge de manera evolutiva a partir del comercio, de manera descentralizada y competitiva. Esta idea del dinero como producto del comercio ya aparecía en el siglo XIV de la mano de Nicole Oresme (*c.* 1355). Se trataría pues de una relación social y no estatal (Menger, 1892), si bien este autor admite que el reconocimiento y regulación estatales permitieron perfeccionar su funcionamiento (*ibid.*: 255).

Frente a este enfoque nominalista del dinero se encuentra la idea del dinero estatal planteada por Knapp (1905)[34] y Mitchell-Innes (1913), siendo el primero quien acuñó el término charlalismo (o cartalismo). Esta idea sería después recuperada vía Lerner (1947) por algunos autores postkeynesianos como Wray (1998), quien hace hincapié en el poder de monopolio que tiene el Estado sobre la oferta monetaria gracias a su capacidad coercitiva con el cobro de tributos[35]. Teoría monetaria y teoría del Estado serían indisociables desde esta perspectiva. Esto plantea un problema con la idea antes expresada del dinero endógeno, según la cual el dinero entraba en circulación a partir del crédito privado. Pero en el enfoque chartalista el dinero surge mediante la política fiscal, pasando a ser secundaria la labor de los bancos. El dinero estatal sería así un dinero fiduciario y exógeno. Una oferta monetaria inicial multiplicada luego por los bancos (Vernengo y Rochon, 2006: 166-167).

[34] El libro, originalmente publicado en alemán, fue traducido al inglés en 1924 por la Royal Economic Society de Londres y conocido internacionalmente a partir de entonces.

[35] Este debate ha recobrado vigencia en la actualidad ante el surgimiento y profusión de las llamadas "criptomonedas" iniciado con el Bitcoin (Nakamoto, 2009) y su propósito de crear una nueva forma de dinero privado y con emisión descentralizada.

La idea de que el dinero ha de tener necesariamente un origen estatal no parece sostenerse a la luz de la evidencia histórica (Rochon y Vernengo, 2006; Graeber, 2011; Shaikh, 2016)[36]. Un pequeño repaso histórico nos ayudará a percibir mejor la endogeneidad del dinero respecto a su evolución histórica y sus implicaciones para el tratamiento teórico del dinero, la liquidez y los procesos de endeudamiento que se desarrollan en esta investigación. Conviene enfatizar que esta segunda acepción de endogeneidad a la que ahora nos referimos, que podemos calificar como histórica, está vinculada con la primera, de tipo teórico. Es decir, en la medida en que la demanda de liquidez generada por la actividad económica establezca la mayor o menor cantidad de dinero, motivará asimismo las innovaciones que impulsen la evolución histórica del dinero.

De este modo, conforme las relaciones comerciales se han hecho más internacionales, requieren de formas de pago que igualmente trasciendan el ámbito nacional. Este proceso de innovaciones trajo consigo, entre otras innovaciones, desde la acuñación de monedas metálicas, la creación de las letras de cambio, el dinero bancario, el papel moneda de curso legal, o la instauración de diferentes patrones monetarios internacionales hasta llegar el dinero fiduciario actual. Es decir, diferentes formas de dinero conforme a las necesidades y demanda de liquidez de cada momento histórico. Pero precisamente esta evolución constante de dinero y crédito, conforme a las necesidades de demanda de liquidez, hacen insostenible la idea de Menger de una evolución armónica del dinero. A nuestro juicio, la innovación financiera y la evolución constante del dinero tienen más que ver con la concepción de "destrucción creativa" schumpeteriana, frente a una idea de equilibrio como algo estático, entendemos que incongruente con la dinámica capitalista. Veámoslo a continuación con un breve repaso histórico.

Con respecto a la acuñación, las primeras monedas que se conocen surgieron en el antiguo reino de Lidia (en la Anatolia occidental, hoy Turquía) en torno al 600 a. C. y estaban formadas por una aleación natural de oro y plata, conocida como electrón. Estas monedas metálicas resultaron más adecuadas como dinero, sobre todo en contextos de guerra, al contener un valor intrínseco como mercancía, siendo su acuñación iniciada por

[36] Una recopilación de diversas críticas desde enfoques postkeynesianos, marxistas y de la teoría del circuito, en Garzón (2024: 35-56). Comentada en su caso desde el enfoque neochartalista de la llamada Teoría Monetaria Moderna.

mercaderes (Shaikh, 2016: 283). Este proceso se repetiría de forma independiente en China e India, con igual patrón: "inventada por ciudadanos, la acuñación fue rápidamente monopolizada por el Estado" (Graeber, 2011: 295).

Pero a la vez que sumamente práctica en comparación con otras mercancías, las monedas metálicas resultaban muy propensas a fraudes, tanto públicos como privados, mediante su adulteración[37]. Un problema que se sumaba a que los metales no pueden ser reproducidos, lo que hacía inevitablemente rígida la oferta monetaria.

Este hecho suponía un trastorno para la Europa de la Edad Media, donde los metales nobles presentaban problemas de escasez, especialmente en el caso del oro[38]. Tal carestía de metales preciosos motivó la creación de diversos sustitutos. Y entre ellos destacaría como innovación financiera fundamental la letra de cambio. Creada por los comerciantes italianos[39] en el siglo XIII, y que haría poderosa a la familia de los Medici en Florencia, permitía a su vez sortear la prohibición eclesiástica del cobro de intereses (Munro, 2003: 542). Además de ese recurso a sustitutos del dinero metálico, esa escasez hasta la llegada de los europeos a América impulsó también las políticas mercantilistas, que asociaban la riqueza de un país a su acumulación de metales preciosos (Kindleberger, 1984: 27). Y, de hecho, la propia carestía de metales en Europa incentivó la navegación que dio pie a la llegada de Colón al nuevo continente para los europeos[40].

La invención del dinero bancario[41] surgió con la invención de la banca de depósitos, según explicó Smith (1776), como vía para proporcionar el bien público del

[37] En tiempos del emperador romano Aureliano (214-275 d. C.), la moneda básica de plata tenía un contenido del 95% de cobre. Más tarde el contenido de plata se redujo al 2% (Galbraith, 1996: 17).
[38] Acerca del dinero en la Edad Media, véase Le Goff (2010).
[39] Previamente, a partir del siglo IX, surgió en China un sistema similar de letras de cambio. Una innovación independiente, pero con un motivo igualmente funcional, ante las dificultades y riesgos que entrañaba en este caso transportar metales preciosos para el comercio de larga distancia. El gobierno prohibió su uso para tratar de reproducirlo después (Graeber, 2011: 355-356).
[40] De hecho, el primer asentamiento fundado por Colón, La Isabela, en la isla de La Española (donde actualmente se ubican República Dominicana y Haití) se fijó con el fin de explotar yacimientos de oro local (Ferguson, 2020: 37). Se estima que entre 1556 y 1783 Cerro Rico de Potosí produjo 45.000 toneladas de plata, convertidas en barras y transportadas a Sevilla (*ibid.*: 41).
[41] Frente al relato que vincula el origen del dinero con los orfebres, como sucedió en la Inglaterra de mediados del siglo XVII, su origen parece anterior y vinculado al comercio exterior (Kindleberger, 1984: 51). El primer banco de depósitos estatal surgió en Génova en 1407. Estos primeros bancos de depósito, al menos en teoría, no creaban dinero al no actuar como bancos de descuento ni de préstamo, tan solo de depósito con la posibilidad de liquidar transacciones mediante transferencias entre sus saldos, en un sistema de reservas del 100%.

dinero ante el amplio surtido de monedas[42] metálicas de todo origen e incierto valor dada su continuada adulteración. Monedas, por cierto, acuñadas por casas de moneda privadas y procedentes de diversos países. El banco de depósitos más importante fue el Banco de Cambios de Ámsterdam (Amsterdamsche Wisselbank), creado en 1609, de propiedad municipal e impulsado por el pujante comercio local, y particularmente como respuesta a los importadores de paño de la entonces joven república neerlandesa (Kindleberger, 1984: 68; Galbraith, 1996: 18). La nueva entidad, sin ánimo de lucro, actuaba a la vez como banco público, banco de depósitos y como banco de cambio (Kindleberger, 1984: 71), ofreciendo un medio de pago seguro frente a la adulteración, el recorte y otros procedimientos que menguaban el valor de las monedas en circulación[43]. Es decir, se creó un bien público que ofreciera un medio de transacciones seguro frente al caos y los riesgos de la especulación, para facilitar el comercio en un momento álgido en la economía de los Países Bajos septentrionales[44]. Precisamente la innovación que supuso el Banco de Ámsterdam ilustra la inexistente tendencia al equilibrio pues, paradójicamente, la fiabilidad del Wisselbank fue un factor de atracción de flujos internacionales de capitales que terminaría por desestabilizar la economía. Unos capitales atraídos por el bien público que ofrecían las autoridades de la ciudad de Ámsterdam como medio para garantizar el valor del dinero en circulación ante el elevado riesgo de fraude y facilitar con ello las transacciones comerciales pero que, tiempo después, terminaron por desestabilizar la economía y socavar la solvencia del banco.

Por otro lado, los primeros billetes de banco surgieron en China en el siglo VII por motivos prácticos, en un momento de expansión comercial, pero en el que se hacía costoso y arriesgado mover lingotes de metal precioso a larga distancia. La invención de la prensa facilitó la emisión, mientras que las presiones militares de la dinastía Song (960-

[42] Entre 800 a 1000 monedas diferentes en la república neerlandesa para principios del siglo XVII, según Quinn y Roberds (2007: 262). Y solo dentro de la república 14 casas de la moneda producían dinero (Galbraith, 1996: 24). Era el gran problema de las monedas pequeñas.

[43] Esto era así porque el dinero dejado en depósito era rigurosamente analizado para garantizar su valor antes de ser aceptado como depósito. Las transacciones eran anotaciones entre cuentas apuntadas en sus libros, sin que fuera necesario por tanto el intercambio de dinero en metálico.

[44] Paradójicamente, la fiabilidad del Wisselbank actuó como factor de atracción de flujos de capitales internacionales que terminó por desestabilizar el mercado financiero y la economía de Holanda en la segunda mitad del siglo XVIII (Prak y Van Zanden, 2023: 190).

1279) facilitaron la emisión de billetes sin respaldo metálico. El sistema se mantuvo con la llegada de los mongoles (1279-1368), y solo se abandonó en el siglo XVII[45].

Las fechas en la implantación de papel moneda en China resultan muy tempranas si tenemos en cuenta que el primer billete bancario en Europa no se emitió hasta 1661 por el Banco de Estocolmo, siete años antes de ser propiedad del Estado y convertirse con ello en el primer banco central del mundo, el Banco Central de Suecia (Sveriges Riskbank). El motivo de esta innovación fue igualmente práctico. Al tener sus reservas monetarias en cobre[46], dada la ventaja que suponía para el país contar con minas de ese metal, resultaba sin embargo muy poco operativo como medio de pago sustitutivo de la plata o el oro en el comercio internacional debido a su elevado peso, por lo que el banco emitió en su lugar billetes cobre (Kindleberger, 1984: 72) que representaban valores de ese metal. Y la creación de billetes de banco facilitaba a su vez el negocio del crédito, a priori con emisiones respaldadas por metal pero que podían ampliarse dado que era harto improbable que todos los depositantes exigieran a la vez cobrar en metal sus billetes.

La creación de la banca central resultó otra innovación derivada a su vez de la creación de la banca de crédito y motivada a su vez por la necesidad de financiación de las guerras. Primero fue con el Banco de Estocolmo, luego convertido en Banco de Suecia. Y tras él, el Banco de Inglaterra, en 1694. Este surgió, no por casualidad, en tiempo de conflicto armado para financiar al gobierno británico durante la guerra de los Nueve Años (1688-1697) contra Francia. Resulta importante resaltar el hecho de que la emisión de títulos negociables facilitó la colocación de la deuda (Kindleberger, 1984: 19 y 75), convirtiendo gran parte de ese pasivo en acciones del banco (Ferguson, 2020: 67).

Fuera de China, el papel moneda como dinero de curso legal se creó en las colonias británicas en América, inicialmente en Massachussets, en 1690, entre otros motivos para suplir la carestía de metales que se iban a la metrópoli. Londres, además, impedía el desarrollo bancario en sus colonias, por lo que el papel moneda del gobierno local surgió como alternativa, siendo autorizado para el pago de impuestos (Galbraith,

[45] (Graeber, 2011: 357). El autor advierte que términos como "dinero fiduciario" podrían llevar a equívoco, puesto que "casi ninguna de las formas de papel moneda que surgieron fue creada por el gobierno; se trataba simplemente de modos de reconocer y expandir el uso de instrumentos de crédito que surgieron de transacciones económicas cotidianas" (*ibid.*).

[46] Hasta 1772 Suecia tuvo un sistema bimetálico cobre-plata (Eichengreen, 1996: 13, nota a pie núm. 5).

1996: 63-70; Shaikh, 2016: 292-293). El experimento del papel moneda[47] fue prohibido finalmente por el Parlamento británico en 1751, aunque sin mucho éxito. De hecho, la propia emisión de billetes serviría décadas más tarde a los colonos como principal vía de financiación en la guerra de independencia contra la metrópoli. Estados Unidos surgiría, así como nueva nación, mediante una hiperinflación (Galbraith, 1996: 73). No tenían alternativa[48].

En definitiva, las innovaciones financieras y la evolución del dinero obedecen a razones prácticas, según determine la coyuntura histórica y las necesidades de liquidez derivadas de la actividad económica. De esta manera, en la medida en que la Revolución industrial y, con ella, la creciente producción de mercancías hacía necesaria la internacionalización de las relaciones económicas, también la liquidez pasaría consecuentemente a ser global, aspecto de crucial importancia para el objeto de nuestra investigación. El siguiente apartado mostrará los antecedentes de este proceso, tanto el inicial intento de crear un sistema monetario internacional basado en la autorregulación de mercado, el patrón oro, como el posterior patrón dólar-oro con mercados de capitales regulados, que también se vería superado.

[47] Según Grubb (2012) este dinero no era estrictamente papel moneda, es decir, dinero fiduciario propiamente dicho, sino que eran bonos de cupón cero o bonos que devengaban intereses. Por otra parte, Grubb (2016) no encuentra evidencia de que se cumpliera la relación entre oferta monetaria e inflación esperable según la teoría cuantitativa del dinero.

[48] Como respuesta ante aquel contexto inflacionario, la Constitución de la nueva república prohibía expresamente en su texto original la emisión de papel moneda por el gobierno. Sin embargo, esta prohibición constitucional quedaría finalmente derogada en 1812, en un contexto también de guerra (Galbraith, 1996: 81).

1.4. La necesidad de una liquidez global para un comercio global

1.4.1. La ilusión del equilibrio: el patrón oro

Conviene comenzar recordando el contexto histórico en el que surgen las condiciones del marco monetario internacional que nos ocupa. El aumento en la elaboración de manufacturas con la Revolución industrial y la elevada desigualdad en la distribución del ingreso impedían que la demanda interna pudiera absorber tales excesos de producción, lo que impulsó la necesidad de buscar salidas para el excedente de capital, que no encontraba inversiones viables en el país[49]. Posesiones imperiales fuera del país y otros territorios más o menos independientes comprarían ese exceso de oferta sin necesidad así de mejorar la capacidad adquisitiva de la clase trabajadora local que permitiera mejorar la capacidad de absorción al animar la demanda interna.

Pero este flujo internacional de mercancías e inversiones requería no solo de la seguridad jurídica que daban las tropas en otros territorios, sino sobre todo de medios de pago aceptados internacionalmente para permitir tales transacciones económicas y financieras.

En aquel contexto de expansión e internacionalización productiva, comercial y financiera es donde surgiría el patrón oro, a partir de la diversidad de patrones-mercancía que florecieron antes de que se desarrollara el papel moneda y el sistema bancario de reservas fraccionarias en Europa. Este patrón, asumido internacionalmente a partir de la década de 1870[50], respondía a la utilidad de contar con un patrón monetario común que facilitara el comercio, pero también la obtención de créditos externos (Eichengreen, 1996: 21). Este lograba, además, superar a priori la inestabilidad inherente[51] que entrañaba un patrón bimetálico[52] pues, para que dicho patrón funcionara, era necesario que la relación

[49] Esta vinculación entre elevada desigualdad interna y expansión imperialista fue planteada por Hobson (1902). Un estudio empírico sobre la validez de esta relación en Hauner, Milanović y Naidu (2020). La idea de que la distribución del poder de compra en una sociedad afecta a sus relaciones económicas con el resto del mundo es retomada por Pettis y Klein (2021).

[50] Como apunta Eichengreen (*op. cit.*) esta fecha no parece casual y estaría vinculada con la Revolución Industrial y con Gran Bretaña (que había adoptado este patrón monetario en 1717) como principal potencia económica y fuente de financiación internacional.

[51] Algunos autores, como Friedman (1990), han considerado, sin embargo, que un patrón bimetálico habría sido más estable que el patrón oro.

[52] Hasta la instauración del patrón oro, muchos países permitían la acuñación de varios metales, generalmente oro y plata. Y si bien este era el binomio más frecuente, el patrón bimetálico no requería necesariamente que fueran esos los metales. Como ya se comentó previamente (apartado 1.3.2.), en Suecia estuvo vigente un patrón plata-cobre.

oficial de precios de los dos metales y la de mercado fuesen parecidas, lo que raramente ocurría. Al ser distinta la relación de precios, se propiciaba que hubiera arbitrajes, pudiendo quedar expulsada del mercado la moneda más cara, lo que se conoce como ley de Gresham[53]. Con todo, "el principal objetivo del patrón oro era unificar la actuación económica y las políticas de las naciones" (Galbraith, 1996: 169).

Surgió por ello como una vía para lograrlo en un momento de expansión comercial, en un contexto a su vez de Revolución industrial. Se hacía necesario entonces contar con medios de pago internacionales, monedas convertibles o una unidad de cuenta común para el comercio con el resto del mundo ante una producción creciente de manufacturas, así como facilitar nuevos espacios para la exportación de capitales en la búsqueda de nuevos espacios para la inversión financiera y la obtención de ganancias.

El patrón oro exigía para su funcionamiento unas "reglas del juego", en expresión de Eichengreen (1996). Tales reglas implicaban supeditar la política económica de cada Estado a un compromiso de tipo de cambio fijo de su moneda con el oro, con libre convertibilidad, además de ausencia de controles de cuenta corriente y de capital[54]. Era la primera globalización[55].

El patrón oro planteaba, por consiguiente, la creación de una moneda internacional de reserva con unos tipos de cambio estables que facilitaran el comercio y la inversión internacionales al tiempo que la libre movilidad de capitales entre países actuaba como mecanismo autorregulador. Con ello los gobiernos quedaban disciplinados al priorizar mantener su compromiso cambiario con el oro. Dicho sistema permitía de este modo a

[53] La moneda más fuerte podría ser exportada o bien ser fundida, pues tenía más valor como divisa o metal en lingotes que como moneda a su precio oficial. De esta manera la moneda mala, la de menor valor, expulsaba a la buena de la circulación. Cabe advertir, no obstante, que dicha "ley" ni es ley ni es de Gresham, sino que le habría sido erróneamente atribuida a este por un economista del siglo XIX, Henry McLeod (Kindleberger, 1984: 80). La idea era ya bien conocida dos siglos antes de que naciera el comerciante londinense, y aparece planteada en la obra de Oresme (*c.* 1355). Mundell (1998) aprecia referencias incluso en la Antigua Grecia, en el poeta heleno Teognis de Mégara (570-485 a. C.) y en Aristófanes (444-385 a. C.), en su obra *Las ranas*.

[54] A estas se le sumaba una tercera, como señala Vernengo (2003): un banco central que actuase como prestamista de último recurso, la conocida como regla de Bagehot (1873).

[55] "Desde 1870 a 1914, por ejemplo, se forjó por primera vez una economía verdaderamente global, que se extendía desde el núcleo de los industrializadores en Europa occidental, hasta los recién llegados de Europa del este y los proveedores de materias primas en la periferia" (Fishlow, 1985: 383).
Puede verse una comparativa entre la globalización de entonces y la actual en Bordo, Eichengreen y Kim (1998). Por su parte, Rodrik (1998) plantea que la integración económica actual dista hoy de ser la alcanzada en el apogeo del patrón oro. Una posición crítica a este respecto en Bordo *et al*. (1999).

los países acceder a una oferta de liquidez internacional, es decir, recursos financieros generalmente aceptados por extranjeros.

Es preciso enfatizar la importancia de incorporar las condiciones históricas al análisis para poder así completar el enfoque teórico desde el que se aborda en esta investigación el análisis aplicado de los fenómenos monetarios y financieros. En efecto, la idea teórica de funcionamiento del sistema patrón oro recién descrito se basaba en el mecanismo de flujo especie-dinero, planteado por Hume (1752), según el cual un sistema de patrón oro tendería a autorregularse, haciendo imposible que un país mantuviera déficits o superávits comerciales prolongados[56]. Este funcionamiento teórico del patrón oro plantea un segundo mecanismo endógeno, referido a la oferta monetaria (coherente con la doble acepción de endogeneidad: de la oferta monetaria y de la evolución del dinero, antes comentadas). Esta oferta monetaria sería endógena, pero en el sentido de quedar determinada en función del volumen total de oro disponible, pues el *stock* del preciado metal está dado en todo momento. Como señala Palley (2002: 156), sería una "endogeneidad estática", pues la oferta monetaria está dada (hay una cantidad determinada de oro), y los cambios que afectan a la renta y al tipo de interés afectan a los usos monetario y no monetario del oro, modificando así la oferta de dinero[57]. Una endogeneidad que podría ser también dinámica, en la medida en que la oferta monetaria puede variar endógenamente con el tiempo, en tanto los productores extraerían oro hasta que su coste de producción se igualase a su precio, evitando con ello una oferta excesiva de este metal. Tal endogeneidad, por tanto, permitiría no solo autoajustar posibles desequilibrios en la balanza de pagos, según planteaba Hume, sino que también

[56] Según este mecanismo, basado a su vez en la teoría cuantitativa del dinero, ante una situación de, por ejemplo, déficits comerciales reiterados, esta supondría una salida neta de oro y, con ella, una reducción de la oferta monetaria que tendría efectos deflacionistas. Esta caída de los precios interiores con respecto al resto del mundo favorecería las exportaciones, encareciendo las importaciones, equilibrando así la balanza comercial. Y también a la inversa. Ante una situación de superávits comerciales continuados, las entradas netas de oro harían aumentar la oferta monetaria con las consiguientes presiones inflacionistas. Este aumento de los precios interiores perjudicaría las exportaciones, mientras que abarataría las importaciones, ajustando también así el saldo comercial.
Cabe advertir, no obstante, que frente a este esquema donde solo circulan monedas de oro y no hay otros flujos de capital, el patrón oro se caracterizó en realidad por una limitada cantidad de oro en circulación (Vernengo, 2003).

[57] Este esquema aparecería también en Keynes (1930), con una oferta monetaria fija y la demanda en este caso repartida entre dos circuitos gemelos: el real y el financiero. Dicho esquema quedaría posteriormente descartado por el economista inglés (Palley, 2002: 164).

garantizaría la estabilidad de precios, según la teoría cuantitativa del dinero, evitando con ello los posibles excesos que propiciaba el papel moneda.

Un problema de este planteamiento[58] es que la oferta de oro (o de cualquier otro metal) no puede adaptarse a la demanda de dinero. O, tal como lo expresara De los Monteros (1934: 136): "La misma escasez de metal amarillo constituye una amenaza constante para la fabulosa estructura de crédito que se ha construido sobre el oro".

Una cantidad fija de metal no puede responder a una necesidad creciente de bienes y servicios que son producidos para su venta (demanda de dinero por motivo de transacción), aparte de la demanda monetaria por precaución y por especulación, como los determinantes de la demanda monetaria enunciados por Keynes (1936). Así pues, aunque limitar la emisión monetaria a partir de un activo real limitase la expansión de dinero y con ello la escalada de precios, atendiendo a los postulados de la teoría cuantitativa del dinero, en la práctica este tipo de patrones monetarios son deflacionistas[59].

Pero quizá la mayor contradicción se localizaba en el sistema bancario. Ante situaciones de pánico financiero, Bagehot (1873) sugería[60] que el banco central actuase como prestamista de último recurso, ofreciendo crédito ilimitado contra colateral de calidad, tal como hacen en la actualidad. De este modo los bancos podrían enfrentar crisis de liquidez frenando con ello las corridas bancarias. Pero ¿cómo podría el banco central aumentar su oferta monetaria y, al mismo tiempo, mantener la paridad de su moneda con el oro? Para Bagehot, la prioridad debía ser mantener el patrón oro subiendo el tipo de interés lo que fuese necesario para detener la fuga de capitales. El problema de este planteamiento es que da por hecho que la política monetaria se podría desplegar ante un

[58] El patrón oro en la práctica distó mucho de ser el sistema estable con que suele ser presentado. De Cecco (1984), por ejemplo, muestra cómo la estabilización automática fue un mito. Se trató de un sistema más basado en la libra esterlina que en el preciado metal, con el Banco de Inglaterra como prestamista de último recurso (Kindleberger, 1973). Con un mismo patrón hubo, sin embargo, distintos sistemas monetarios nacionales con solo cuatro países con un patrón oro puro: Estados Unidos, Inglaterra, Alemania y Francia (Eichengreen, 1996: 28-35). Y las economías de la periferia estuvieron buena parte del período fuera del patrón monetario (Vernengo, 2003).

[59] En síntesis, en la medida en que aumenta la demanda de dinero sin que lo haga la oferta, eleva el precio del dinero y con ello reduce los precios de los bienes y servicios adquiridos por este. Precisamente por esta rigidez en la oferta monetaria, autores como Fisher (1919) o Friedman (1982; 1991) mostraban sus dudas sobre este patrón monetario. Evidencias empíricas, por ejemplo, en Shaikh (2016: 138-141); Obstfeld y Taylor (2017: 5).

[60] Y, antes que él, Henry Thorton (1802).

pánico bancario de manera independiente a las restricciones del tipo de cambio, lo que solo era cierto en circunstancias especiales (Obstfeld y Taylor, 2017: 6).

Además, la capacidad y credibilidad del banco central como prestamista de última instancia dependía a su vez de sus reservas de oro, lo que limitaba su labor en tanto prestamista de emergencia. Pero a su vez, los bancos comerciales, ante el crecimiento de la demanda de crédito, habían de respaldarla con oro para dar seguridad a clientes e inversores, pero si mantenían un nivel de reservas próximo al 100% para minimizar el riesgo esto restringía la oferta crediticia frente a la demanda, por más que esta fuese a priori solvente, todo ello en un contexto de libre flujo de capitales y una escasa regulación bancaria. La creación endógena de liquidez vía crédito exigía un respaldo en oro que, por razones físicas, no podía ser satisfecho, por lo que o se contraía la oferta crediticia, con el consiguiente efecto sobre la dinámica económica o se abocaban a una crisis bancaria[61]. Nótese, desde un punto de vista analítico –y conectado con lo que vimos anteriormente sobre la endogeneidad del dinero, la contradicción irresoluble entre una oferta monetaria rígida que suponía el patrón oro y una demanda monetaria muy elástica, dependiente de la dinámica económica.

Así pues, contrariamente a la imagen de estabilidad que a veces se proyecta sobre el patrón oro previo a la Primera Guerra Mundial, el período 1870-1914 fue pródigo en crisis financieras. La situación no fue precisamente mejor, sino todo lo contrario, con el regreso al patrón oro durante el período de entreguerras, que trajo consigo la Gran Depresión de 1929.

Si el establecimiento del patrón oro era una respuesta (entre las posibles) a las necesidades de provisión de liquidez internacional, con la fijación de un patrón monetario estable y acorde a su vez con los intereses de la principal potencia comercial y financiera de la época, el final de este patrón monetario evidencia cómo la necesidad de expansión endógena de la liquidez global, acorde con la expansión económica, termina por romper el propio modelo. La idea de autorregulación simplemente no se cumplió y el equilibrio, tal y como hemos comentado, resultó imposible. Esta inviabilidad resulta coherente con

[61] Esta contradicción entre la demanda de liquidez creciente frente a una oferta monetaria rígida hacía que pocos países tuviesen en la práctica un patrón oro puro (solo cuatro, como se comentó anteriormente: Inglaterra, Francia, Alemania y Estados Unidos). El resto combinaba en diferente medida la circulación de plata, papel y dinero fiduciario. Y en sus reservas el oro (caso de que lo tuvieran) con otras divisas (Eichengreen, 1996: 28-29).

el planteamiento teórico de nuestra investigación, donde planteamos la endogeneidad del dinero tanto en la determinación de la oferta monetaria a partir de la demanda vinculada al crecimiento económico como en la propia evolución del dinero.

1.4.2. Bretton Woods y el liberalismo integrado

La contradicción irresoluble entre un marco monetario estático, con una oferta rígida y una demanda monetaria inevitablemente muy elástica en función de la dinámica económica, resulta denominador común también en el patrón dólar-oro. En este caso, como veremos, la expansión de la liquidez global trató de ser contenida por medio de controles de capitales, mientras que la labor de regulación antes atribuida al mercado como vía de autorregulación pasaba a ser asumida por una nueva institución financiera multilateral, el FMI. Pero, aun con estas diferencias, la endogeneidad del dinero y la contradicción entre una oferta monetaria, limitada ahora en torno al respaldo del dólar por el oro, resultó también inviable frente a una demanda monetaria pujante, en un contexto de expansión económica durante la llamada "edad dorada" del capitalismo. Al final, la liquidez global terminaría por rebasar los límites en los que el patrón monetario de posguerra pretendía contenerla. El colapso del modelo monetario de Bretton Woods no fue, como veremos, el efecto derivado de una crisis económica o el agotamiento de un modelo de acumulación[62], sino resultado del ciclo de expansión económica previo.

El patrón cambiario dólar-oro establecido con los Acuerdos de Bretton Woods[63] en 1944 mantenía la idea de un tipo de cambio fijo, pero planteaba importantes diferencias con el patrón oro. Ahora el anclaje de cada moneda no era directamente con el preciado metal, sino con el dólar estadounidense[64]; y este, a su vez, tenía un tipo de cambio fijo con el oro (35 dólares/onza). De este modo la divisa norteamericana se convertía en la moneda internacional de reserva. Pero el cambio más relevante es que, contrariamente al patrón oro, el nuevo sistema monetario basaba su estabilidad cambiaria en los controles

[62] Sobre el modelo de acumulación de posguerra y la crisis véase Palazuelos y Alburquerque (1986); y Palazuelos (1988).
[63] Steil (2013), para un detallado estudio sobre las negociaciones que desembocaron en los citados Acuerdos.
[64] En este caso el tipo de cambio era fijo pero ajustable, con unos márgenes de ± 1%.

de capitales[65], frente a la pretendida autorregulación de mercado vigente con el patrón oro. Se daba por buena entonces la afirmación de Keynes en 1941 al afirmar que el ajuste automático de la balanza de pagos era una "ilusión doctrinaria"[66].

El nuevo orden monetario internacional promovería la liberalización comercial con el objetivo de evitar estrategias de "arruinar al vecino" que agravaron los efectos de la Gran Depresión[67] de 1929, pero permitiéndoles adaptar sus políticas económicas a sus necesidades específicas, en lugar de supeditarlas a un compromiso cambiario, para lo que se recurriría a los controles de capitales. Según la expresión acuñada por Ruggie (1982), se trataba de un liberalismo integrado (*embedded liberalism*).

Se hacía entonces necesaria una vía alternativa que sustituyera al mercado de capitales como mecanismo regulador ante desequilibrios en la balanza de pagos. Esta labor le sería encomendada a una nueva institución financiera multilateral creada con los Acuerdos de Bretton Woods: el FMI. Este organismo debería velar por el mantenimiento de los tipos de cambio fijos y, ante posibles problemas en la balanza de pagos podría, bien aportar liquidez adicional a la economía que lo requiriese, mediante préstamos a partir de los recursos (cuotas) aportadas por los Estados miembros de la citada institución[68]; o bien autorizar, como último recurso, ajustes de paridad (devaluaciones o revaluaciones) en casos de "desequilibrio fundamental" (término cuyo significado nunca se concretó).

Dos motivos principales explican la instauración de los controles de capitales y su aceptación prácticamente consensuada en aquel momento histórico[69]. En primer lugar, la devastación causada por la Segunda Guerra Mundial hacía inviable la convertibilidad de

[65] Se prohibían los controles de capitales para transacciones corrientes (acorde con la intención de impulsar el comercio internacional), pero se permitían para las transferencias de capital. Así aparece recogido aún hoy en el Convenio Constitutivo del FMI (Artículo VI, sección 3): https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/aa/aas.pdf (última revisión: 26/08/2024).

[66] Citado en Eichengreen (1996: 131).

[67] Al respecto, véase Kindleberger (1973).

[68] En la medida en que la liquidez adicional del FMI estaba limitada por los recursos aportados a partir de sus cuotas, esta liquidez adicional resultó insuficiente. La creación de los Derechos Especiales de Giro (SDR, por sus siglas en inglés) en 1968 no resolvería la cuestión (Luengo, 1988: 214-215; Bordo, 1993: 67-68).

Por su parte, el modelo de análisis de los desequilibrios externos y fundamento para la condicionalidad en los préstamos del Fondo fue el modelo monetario de la balanza de pagos, de Polak (1957). Basado en la teoría cuantitativa del dinero, los desequilibrios eran interpretados como un fenómeno monetario, donde los déficits por cuenta corriente eran consecuencia de un exceso de crédito interno debido a factores exógenos. Dicho modelo permaneció prácticamente inalterado durante décadas (Aglietta y Moatti, 2000; Polak, 1998).

[69] Así lo señala Rodrik (2011: 115).

las monedas, dada la fuerte demanda de recursos de todo tipo, pero escasa capacidad productiva y limitadas reservas de divisas. Necesitaban por tanto controlar los flujos de capitales y evitar fugas. En segundo lugar, se quería evitar la mala experiencia durante el período de entreguerras, en especial la inestabilidad padecida por el franco francés durante su período de libre fluctuación entre el final de la Primera Guerra Mundial y 1926. Se interpretó que la especulación resultaba desestabilizadora. Descartada la alternativa de unos tipos de cambio flexibles con el fin de evitar una mayor inestabilidad auspiciada por los mercados financieros, los controles de capital propiciarían una mayor autonomía en el diseño de la política económica de los gobiernos.

A partir de 1958 las diferentes divisas alcanzaron al fin la plena convertibilidad, facilitando con ello el comercio de mercancías. Pero la consecución de este logro sería también el principio del fin de Bretton Woods, en tanto que con ello también se complicaba la tarea para los Estados de hacer eficaces sus controles de capitales. Esta plena convertibilidad favorecía la innovación financiera, que trataba a su vez de eludir la regulación de la Reserva Federal, y la imposición por esta de topes máximos a los tipos de interés que recibían los depósitos a plazo. Estos topes se aplicaban a los bancos del país, pero no a los bancos foráneos que operaban en Nueva York, ni tampoco a las sucursales de los bancos locales en el extranjero (Kindleberger, 1984: 609). De esta manera, si se ubicaban los dólares fuera de Estados Unidos, se podía conseguir una rentabilidad mayor. Surgirían así los eurodólares[70]. De modo similar, se desarrolló un mercado de bonos emitidos en una moneda distinta a la del país de emisión del título, incentivado en parte por el objetivo de eludir el coste en comisiones, así como evitar el Impuesto para la Igualación de Intereses (IET, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos,

[70] A pesar de su nombre, no se trata de dólares necesariamente depositados en Europa, sino fuera de Estados Unidos. Y tampoco están limitados a dólares, sino que podía ser cualquier moneda tomada a préstamo y prestada fuera del país emisor. Igual sucede con el término "eurobonos" que, a pesar del prefijo, no necesariamente eran emitidos en Europa ni necesitaban una localización. Se trata de títulos financieros suscritos y negociados por muchas empresas y bancos en muchos centros financieros (Kindleberger, 1984: 612). Los inversores obtenían financiación mayorista en dólares en los fondos de mercado monetario para luego trasladarla al exterior (inicialmente a Londres), para financiar créditos o emitir bonos expresados en dólares (Obstfeld y Taylor, 2017).
El establecimiento fuera de la jurisdicción estadounidense atrajo incluso depósitos en dólares de la Unión Soviética. Posteriormente, en los años setenta, se verían inundados por los flujos de entrada procedentes del reciclaje de dólares desde los países exportadores de petróleo.

establecido en 1963 como vía para desanimar el endeudamiento en ese país por parte de países europeos[71].

Lo relevante al respecto era que los flujos de capitales comenzaron a superar las limitaciones institucionales desde muy temprano, en cuanto se recuperó la plena convertibilidad en 1958. No era, como plantea alguna literatura especializada[72], una respuesta del capital financiero ante una crisis de rentabilidad, sino una dinámica previa e inherente de creación endógena de liquidez en la búsqueda de rentabilidad.

Con la plena convertibilidad el patrón monetario dólar-oro se evidenciaba una importante vulnerabilidad, conocida como "dilema de Triffin". Esta consistía en lo siguiente: dado que la moneda ancla era el dólar estadounidense, la provisión de liquidez internacional dependía de la salida neta de dólares fuera del país. Es decir, podía proporcionar liquidez internacional en la medida en que su posición de reservas neta disminuyera mediante aumentos en las reservas brutas. Sin embargo, un saldo deficitario mantenido indefinidamente, y con ello la profusión internacional de dólares, terminaría por hacer insostenible su convertibilidad en oro al tipo de cambio fijado[73]. El temor del economista belga no era tanto que el sistema colapsara, sino que volviese la escasez de liquidez y con ella las restricciones y el pesimismo de los años 1930 (Maes y Pasotti, 2023)[74].

En consecuencia, al igual que con el patrón oro, ahora la creciente demanda de dinero ante el aumento de la producción, el comercio y la financiación de inversiones requería una creciente oferta de liquidez internacional, proporcionada en este caso por la salida neta de dólares de Estados Unidos. Esto enlaza con la explicación previa acerca de la endogeneidad del dinero y cómo la demanda de liquidez determina la oferta monetaria. Pero esta creciente oferta internacional de dólares derivada de su mayor demanda se veía

[71] La Administración estadounidense implementó esta y otras medidas para reforzar los controles de capitales ante la creencia de que el déficit en la balanza de pagos estadounidense se agravó por las exportaciones de capital (Bordo, 1993).

[72] Entre otros, Duménil y Lévy (2005); Lapavitsas (2011). Véase al respecto, más adelante, el apartado 1.6.2.

[73] Triffin (1960). Según Eichengreen (1992), este dilema ya había sido planteado previamente por Mlyranski (1929), aplicado entonces al patrón oro. Según su visión, este sistema se caracterizaba por la acumulación de reservas de divisas, pero estas no eran sino préstamos a corto plazo otorgados por los bancos a otros países. A medida que crecía el volumen de estos préstamos sobre las reservas en oro, la convertibilidad de las reservas de divisas se veía amenazada. Según Bordo (1993: 49), a finales de los años cincuenta el crecimiento de reservas monetarias en oro globales era ya insuficiente para financiar el crecimiento de la producción y comercio mundiales.

[74] Triffin temía una deflación en lugar de la inflación que finalmente se dio (De Grauwe, 1989).

a su vez limitada por la escasez relativa de oro, lo que hacía al sistema insostenible a largo plazo. Por ello, la demanda global de liquidez, propiciada a partir de que se lograra alcanzar la plena convertibilidad, terminó por hacer inviable el patrón monetario acordado apenas 27 años antes, en 1944. Hecho que de nuevo nos lleva a la conclusión antes planteada de cómo la demanda de liquidez impulsada de manera endógena por la actividad económica presiona sobre la oferta monetaria hasta incluso romper las costuras de un sistema monetario internacional que no asuma dicha premisa. Insistimos en ello porque es clave, puesto que nos muestra cómo es el propio contexto de un crecimiento económico sostenido donde surgen estructuras financieras frágiles e inestables, tal como advirtiera Minsky (1986: 292), lo veremos con más detenimiento en el apartado 1.6.3.

Finalmente, el 15 de agosto de 1971, el entonces presidente Nixon anunció la suspensión de la convertibilidad. Tras años de negociaciones, el único acuerdo alcanzado fue que no había acuerdo ni cooperación para un nuevo sistema monetario internacional. Se asentaba entonces un no-sistema monetario, en la medida en que se abandonó todo compromiso de coordinación internacional ante desequilibrios en la balanza de pagos, sin un régimen cambiario común y con un sistema monetario plenamente fiduciario. Se ponía de este modo fin a todo vestigio del patrón oro internacional.

Desde un punto de vista analítico, la importancia de este hecho es doble. De una parte, muestra, una vez más –como vimos en otros momentos históricos, el carácter inherentemente inestable de la dinámica económica y cómo esta creciente inestabilidad deriva de los momentos de expansión tranquila. Esto es así porque las entidades financieras, en su búsqueda de beneficios, inventan nuevas formas de dinero y técnicas de financiación para diversos tipos de actividades ante las expectativas de rentabilidad (Minsky, 1986: 299). Como hemos observado con el surgimiento de los eurodólares y los eurobonos, estas innovaciones financieras tratan de salvar las barreras institucionales hasta llegar a superarlas en esta ocasión.

Y, de otra parte, la definitiva quiebra del modelo de Bretton Woods establece las condiciones del escenario posterior, en el que se enmarca nuestro estudio de caso. Un no-sistema monetario internacional con un dinero fiduciario y una liquidez global propiciados por la liberalización de los flujos internacionales de capitales.

1.5. El no-sistema monetario internacional y el triunfo de la alquimia

1.5.1. De dilemas y trilemas

Tras exponer los antecedentes en el apartado anterior, es en este donde se establece el marco histórico de la investigación que, como hemos dicho, resulta fundamental para contextualizar nuestro enfoque teórico.

La ruptura definitiva con la "reliquia bárbara" del patrón oro y el paso a un sistema monetario fiduciario solucionaban la inestabilidad derivada de la tensión entre una oferta monetaria rígida frente a una demanda muy elástica. Pero esto no resolvía el problema de fondo: la inestabilidad económica inherente, ya apuntada en el apartado anterior. De hecho, más bien la agravaba, porque el nuevo contexto de dinero fiduciario, libre movilidad internacional de capitales, y una regulación financiera más laxa (tanto *de iure* como *de facto*, en este último caso consecuencia de innovaciones financieras), hacían posible atender a una mayor demanda de liquidez, posibilitando así una expansión de los balances bancarios y un mayor nivel de apalancamiento. Facilitaba, en definitiva, una mayor expansión del crédito.

Con todas sus deficiencias y contradicciones internas, el modelo de Bretton Woods había permitido conciliar, temporalmente al menos, una autonomía de las economías nacionales con una coordinación internacional. Ahora el no-sistema posterior minimizaría la primera para dificultar a su vez la segunda. Tal y como se ha comentado, con la plena convertibilidad de las monedas a partir de 1958 se propició el desarrollo de los mercados financieros, haciendo a su vez cada vez más complicada y costosa la tarea de contener los crecientes flujos de capitales internacionales[75]. Irónicamente, el éxito de Bretton Woods había sido hacer posible la proliferación de flujos internacionales de capitales, erosionando con ello la viabilidad misma de Bretton Woods y sus tipos de cambio fijos. Otra vez, como vimos en el ejemplo del Banco de Ámsterdam tres siglos antes, la estabilidad financiera deriva en inestabilidad.

Por su parte, la creciente liberalización financiera permitía acceder a los mercados internacionales, aunque con ello se complicaba la estabilidad cambiaria, lo que hizo que no pocas economías en desarrollo tendieran a optar por la flotación. Pero, al contrario de

[75] Se complicaba con ello la viabilidad de tipos de cambio fijos pero ajustables, quedando como alternativas dos opciones opuestas entre sí: la libre flotación o tipos fijos definitivos (Eichengreen, 1996: 206).

lo esperado por quienes defendieron desde la teoría las bondades estabilizadoras de la fluctuación libre (por ejemplo, Friedman, 1953), supuso, si cabe, una mayor inestabilidad.

La creciente movilidad de los flujos internacionales durante y después de Bretton Woods planteaba lo que se conoce como el trilema imposible, formulado en el modelo Mundell-Fleming[76], de una economía abierta y con movilidad de capitales. Dicho trilema afirma que no pueden darse al mismo tiempo un tipo de cambio fijo, libre flujo de capitales, y una política monetaria autónoma. Solo es posible simultanear como mucho dos de estas tres opciones. De este modo, al incrementarse la movilidad internacional de capitales se planteaba la disyuntiva entre renunciar al ancla cambiaria para preservar la autonomía en política monetaria, o bien renunciar a esta última al optar por un tipo de cambio fijo[77].

El modelo Mundell-Fleming, además, suponía un salto conceptual en la medida en que añadía los flujos de capitales como tema de estudio separado de la cuestión monetaria (Shin, 2012). En efecto, una economía abierta no implica solo efectos monetarios, sino que también se ve afectada por el denominado "canal de crédito" (Bernanke y Gertler, 1995), en especial, una vez alcanzada la libre movilidad de capital desde finales de los años ochenta del pasado siglo. Esta compleja interacción entre entradas y salidas de capital, crecimiento del crédito y el apalancamiento, suponen lo que Rey (2013 y 2016) denomina "ciclo financiero global", donde flujos de capital, precios de los activos, apalancamiento y crecimiento del crédito se mueven al mismo son.

Ahora bien, tal contexto de integración financiera cuestiona la visión tradicional del trilema, en tanto los tipos de cambio flexibles tampoco serían suficientes para proteger a las economías del ciclo económico global cuando el capital es plenamente móvil. El trilema se tornaría por tanto en un dilema, puesto que la autonomía en la política monetaria solo sería posible si se gestiona directa o indirectamente la cuenta de capital[78].

Por su parte, en un entorno más complejo de mundialización financiera el trilema monetario se puede replantear como un trilema financiero (Schoenmaker, 2011 y 2013). La "trinidad imposible" sería ahora entre estas otras tres opciones: estabilidad financiera,

[76] Mundell (1960 y 1963) y Fleming (1962) advertían lo que era por entonces una tendencia dentro del patrón monetario dólar-oro.

[77] A partir de este modelo, Rodrik (2011) planteó un trilema político entre hiperglobalización, política democrática y Estado-nación.

[78] Rey (2013: 313). Como señala la autora, la "trinidad imposible" se convierte en un "dúo irreconciliable".

integración financiera y políticas financieras nacionales. En consecuencia, el bien público mundial[79] que supone la estabilidad financiera no puede ser producido por los Estados nacionales (Schoenmaker, 2013: 18-33). Cabe matizar al respecto que dicha estabilidad financiera sí estaría vinculada estructuralmente con el carácter hegemónico del dólar estadounidense en el marco monetario internacional vigente, dado su papel como banquero y asegurador mundial merced a la estructura de sus inversiones y al rol del dólar como principal moneda de reserva (Rey, 2023). Aun así, si bien la economía estadounidense tiene una especial relevancia para el resto y sus políticas afectan (sea para bien o para mal) sobre todo a la estabilidad financiera global, no puede garantizarla por sí sola. Ni la economía norteamericana ni ninguna otra actúa hoy día como banco central mundial.

1.5.2. Dinero endógeno en un no-sistema monetario internacional: la liquidez global y el triunfo de la alquimia

Aunque en el apartado 1.2. planteábamos una primera definición de liquidez como "la capacidad de un activo para ser convertido en dinero al menor coste posible", con el objeto de avanzar en la concreción de los conceptos necesarios para abordar nuestro objeto de estudio conviene ahora reparar en que, en un contexto de economías abiertas, con dinero y crédito en un entorno de libre movilidad internacional de capitales y bancos transnacionales, el concepto "liquidez global" se complejiza, sin que pueda encapsularse en una simple definición ni en una sola variable numérica.

Una primera aproximación a la definición de liquidez global servirá para distinguir entre dos términos interrelacionados: "liquidez monetaria global" y "liquidez global de los mercados financieros" (BCE, 2012). La liquidez monetaria se define como la facilidad para convertir activos monetarios en bienes y servicios, sea tanto en una economía en particular como traspasando las fronteras nacionales. El dinero en efectivo y los depósitos a la vista son los activos que mejor cumplen esta definición, son los más líquidos[80]. La liquidez monetaria global incluirá, así, tanto los activos financieros líquidos

[79] En la acepción planteada por Kindleberger (1986).
[80] En un sentido amplio, la liquidez monetaria consiste en pasivos bancarios de corto y medio plazo (Baks y Kramer, 1999).

en manos de residentes como los fondos adicionales transfronterizos proporcionados por bancos internacionales, ampliando de ese modo dicha liquidez.

Por su parte, la liquidez global de los mercados financieros, o liquidez de mercado, suele definirse como la facilidad para negociar con activos en comparación con la del dinero (BCE, 2012: 61). Y dado que estas negociaciones acarrean un coste, este concepto de liquidez implica la capacidad de negociar un activo o instrumento financiero en poco tiempo y con escaso impacto sobre su precio (Amihud, Mendelson y Pedersen, 2005; CGFS, 2011). En cuanto a la interrelación entre ambos conceptos, una mayor liquidez de los mercados financieros sobre un instrumento concreto conlleva que el coste para su transformación en dinero disminuya, por lo que, en el caso más extremo, cuando dicho coste sea nulo, pasaría a ser una forma de dinero más[81]. Pero también a la inversa, en momentos de mayor incertidumbre, habrá una mayor inestabilidad en los mercados financieros, y con ello la incertidumbre sobre la valoración de los activos, haciendo más costosa su transformación en dinero al exigir una mayor prima de riesgo, y ser por ello menos líquidos, hasta llegar en un extremo a ser ilíquidos cuando no encuentren demanda (su precio en ese caso sería cero).

En una segunda aproximación al concepto de liquidez global podemos distinguir entre liquidez privada y liquidez oficial. La liquidez oficial es "el financiamiento que está incondicionalmente disponible para liquidar derechos de cobro a través de las autoridades monetarias" (CGFS, 2011: 1). Las únicas autoridades monetarias que pueden crear liquidez oficial hoy día son los bancos centrales, y la crean en su propia moneda.

Por su parte, la liquidez privada (o liquidez del sector privado) es aquella proporcionada en el mercado por bancos y otras instituciones financieras no bancarias mediante operaciones crediticias a sus prestatarios, e incluyen préstamos transfronterizos a no residentes, así como préstamos en moneda extranjera. Estas operaciones que proveen de liquidez pueden ser de diversa índole, como creación de mercado en los mercados de valores o préstamos interbancarios. Por lo que la creación y destrucción de liquidez privada está estrechamente vinculada con el apalancamiento y desapalancamiento de las

[81] Minsky (1986: 147) señalaba que la expansión explosiva de los fondos de mercado monetario y de diversas cuentas de gestión de efectivo de los *brokers* en Estado Unidos, a partir de los años ochenta, mostraba cómo algunas entidades no bancarias pueden también crear pasivos susceptibles de funcionar como dinero. Se anticipaba a lo que sería conocido años más tarde como "banca en la sombra", que comentaremos más adelante.

instituciones financieras privadas. Esta liquidez privada global se vincula de esta manera con los flujos brutos internacionales de capital. Esto es importante, puesto que no se trata de meros desequilibrios por cuenta corriente asociados a desequilibrios comerciales, sino que obedecen a flujos financieros transfronterizos que permiten invertir en activos de capitales de otros países, así como a amplificar la capacidad de oferta crediticia vía apalancamiento en liquidez con el exterior.

En circunstancias normales la liquidez privada domina en términos cuantitativos a la liquidez oficial. Mientras que en épocas de tensiones financieras la liquidez privada tiende a evaporarse, por lo que la oferta global dependerá entonces de la liquidez oficial.

La liquidez global es endógena[82], como vimos antes con la endogeneidad del dinero, y altamente cíclica (CGFS, 2011). Una liquidez que resulta más volátil y sensible al riesgo en el caso de financiación por parte de instituciones no bancarias (Chen *et al*. 2012), a menudo incluidas dentro unos *holdings* bancarios globales cada vez más complejos (Goldberg, 2023: 18)[83].

La liquidez global viene determinada por diversos factores que podemos sintetizar en los tres siguientes: factores macroeconómicos (diferenciales en los tipos de interés[84], regímenes cambiarios); otras políticas del sector público (regulación y supervisión financiera, actuaciones del banco central); y factores financieros (innovación financiera[85], apetito por el riesgo[86]), además de las interacciones entre todos ellos. La dinámica de la liquidez refleja, en definitiva, tanto la demanda de financiación como su respuesta en términos de sostener la financiación, además de la capacidad por parte de los mercados financieros de absorber las fluctuaciones entre oferta y demanda sin alteraciones de

[82] Las políticas monetarias son también endógenas en la medida que se mueven en respuesta a factores macroeconómicos (CGFS, 2011: 6).

[83] Un análisis sobre la relación entre el auge de los fondos de inversión, sobre todo tras la crisis financiera de 2008, y la estabilidad financiera en FMI (2021).

[84] En determinadas circunstancias los diferenciales de tipos pueden ser también entre el interés del mercado interbancario y la liquidez ofrecida por el banco central cuando este ofrece liquidez de manera ilimitada, precisamente para afrontar un problema de liquidez. Sin embargo, el uso abusivo de este *carry trade* puede a su vez afectar negativamente al crecimiento del crédito a otros sectores residentes (Alonso y Blázquez, 2013). Cabe matizar, no obstante, que esa liquidez oficial ilimitada se da solamente en situaciones de escasez de liquidez privada, como sucedió tras la crisis financiera global de 2008.

[85] Tal como ha puesto de manifiesto la "segunda ola de innovación financiera": crédito estructurado, *hedge funds* y *private equity* (Muñoz-Alonso, 2008). Estas innovaciones, junto con las tecnológicas, han permitido el desarrollo de instituciones financieras no bancarias (Goldberg, 2013 y 2023).

[86] En un contexto de total incertidumbre, donde los agentes se mueven en función de expectativas que influirán de manera subjetiva sobre la propensión al riesgo. La relación entre apetito por el riesgo y liquidez es bidireccional (CGFS, 2011: 9).

precios. Tirando de ese argumento podemos observar la liquidez global tanto por el lado del activo como del pasivo de bancos y demás instituciones financieras.

Desde el lado del activo (esto es, el activo de las instituciones financieras monetarias) la liquidez global estará relacionada con la expansión del crédito. Y, desde el lado del pasivo, nos referiremos a los recursos disponibles para financiar a esas instituciones financieras.

Un inciso al respecto. Hemos explicado la endogeneidad del dinero y el consenso actual sobre ello: cómo el dinero se crea *ex nihilo* de forma endógena por las entidades financieras monetarias cuando estas conceden un préstamo y lo anotan en el depósito del prestatario. Es decir, cómo el sentido de la causalidad va del crédito hacia los depósitos, y no a la inversa. Ahora bien, dado que los préstamos crean depósitos, cabría también preguntarse si realmente los bancos necesitan depósitos.

Para entender por qué sí los necesitan para financiarse hemos de tener presente que, con la concesión del préstamo, el banco ha creado un activo, un derecho de cobro, de medio-largo plazo (el tiempo hasta su total devolución). Pero mientras, la entidad necesita liquidez para cumplir con sus compromisos de pago inmediatos además de las provisiones de capital exigidas por el supervisor bancario, por lo que recurre a pasivos a corto plazo para mantener esas posiciones de activo. Dicho de otra manera, un préstamo otorgado por una entidad financiera monetaria es para ella un activo ilíquido, en tanto solo podrá convertirlo en dinero cuando dicho préstamo venza y sea devuelto en su totalidad. Entre tanto, la entidad necesita financiarse para cumplir con sus obligaciones de pago a corto plazo. De modo que los activos del banco son mayormente de largo plazo, mientras los pasivos son de corto, por lo que hay un descalce de plazos que explica el riesgo de liquidez (y potencialmente de solvencia)[87] de las instituciones financieras monetarias: se endeudan a corto plazo para financiar a largo plazo. En consecuencia, los créditos no requieren de ahorro previo para concederse, pero una vez otorgados, los bancos necesitan depósitos y otros pasivos más líquidos, como préstamos interbancarios o financiación mayorista a corto plazo en los mercados de capitales para financiarse.

La transformación de pasivos de corto plazo en activos a largo plazo se conoce como transformación de vencimientos. Esta transformación de depósitos bancarios con

[87] Obviamente este no es el único riesgo financiero que enfrentan. En primer lugar, afrontan un riesgo de crédito relativo a la posibilidad de no devolución del préstamo, riesgos de mercado, riesgo de interés, etc. Para una tipología de los riesgos financieros, véase Vilariño (2001).

un valor cierto en inversiones de riesgo ilíquidas es lo que King (2016: 134) denomina como "alquimia del dinero y la banca".

La liquidez global permite a los bancos ampliar esa capacidad de financiarse vía depósitos y mercado interbancario local a los mercados internacionales de capitales con los que ampliar su financiación a corto para prestar a largo plazo. Para ampliar, en definitiva, su transformación de vencimientos, incrementando con ello la oferta de crédito. La ampliación de liquidez está asociada entonces al crecimiento agregado de los balances del sector financiero (Adrian y Shin, 2010). A su vez, el aumento en el tamaño de los balances está asociado con una mayor fragilidad financiera. Por el lado del activo, al aumentar el volumen de crédito otorgado. Por el lado del pasivo, al incrementarse la capacidad de financiación para mantener sus posiciones de activo. Sin embargo, al incrementar el volumen de crédito, necesariamente se asume un mayor riesgo[88]. Esto es así porque la demanda solvente de crédito es limitada, está dada, y ante una situación de expansión constante del crédito, inevitablemente llegará a un punto en que habrá de atender a otros segmentos de más dudoso cobro. Por su parte, desde el lado del pasivo bancario, la expansión continua de su activo requerirá cada vez más de vías de financiación distintas a los depósitos, en la medida que estos no podrán crecer al mismo ritmo que lo hace la cartera de créditos de la entidad, tal como veremos para el caso de España en el capítulo 3. Necesitan por tanto acceder a otras fuentes adicionales de financiación para aumentar así la liquidez por el lado del pasivo.

Esto nos lleva a otra distinción de liquidez, tal como plantea Chen *et al.* (2012: 10), entre liquidez global básica (*core liquidity*) y liquidez no básica (*noncore liquidity*). La primera se define como el total de los depósitos de residentes en bancos comerciales y otras entidades de depósito[89]. En líneas generales, es similar al agregado monetario M3 (véase apartado 1.2.)[90]. La segunda, la liquidez no básica (*noncore*), se refiere a depósitos

[88] Para compensarlo y reducir sus posibles pérdidas, los bancos pueden optar por encarecer los tipos de interés de estos préstamos más arriesgados. Pero como mostraron Stiglitz y Weiss (1981), en un contexto de información asimétrica como el mercado crediticio, sería más conveniente el racionamiento del crédito, por lo que en tal caso no se daría la expansión crediticia. Sin embargo, en la vida real sucede lo contrario. Por otra parte, según el principio de riesgo creciente planteado por Kalecki (1956), el peligro aumenta conforme se incrementa la inversión y cuanto más sufragada esté esta con financiación externa (deuda).

[89] Tobin (1985) denominaba a los depósitos bancarios "dinero interior" (*inside money*).

[90] Como advierten también los autores (*op. cit*), ello no significa que ambas medidas sean equivalentes. Por su parte, la liquidez básica se asemeja a su vez a lo que observa la ratio de liquidez "crédito por depósitos" (LTD, por sus siglas en inglés). En la medida en que el volumen total de créditos supere a los

bancarios de no residentes, además de a préstamos y otros pasivos distintos de acciones de los bancos comerciales, así como otras instituciones financieras no bancarias.

La liquidez global propiciada por la libre movilidad internacional de capitales permite amplificar la capacidad del crédito al acceder a un mayor volumen de liquidez no básica vía financiación transfronteriza. De hecho, según Chen *et al.* (2012), la liquidez global más que se duplicó en términos nominales desde 1999 hasta la crisis financiera, y dos terceras partes de ese auge son atribuibles a la liquidez no básica, especialmente a partir de 2004. Esta expansión de la liquidez, mediante el crecimiento de los balances bancarios, presiona al alza el precio de los activos, mientras que reduce los tipos de interés reales (Baks y Kramer, 1999). De esta manera el apalancamiento (definido como la proporción entre el total de deudas contraídas con relación al patrimonio neto) de las entidades financieras monetarias se reduce en la medida en que se revalorice más el patrimonio neto, permitiendo un endeudamiento adicional para mantener constante dicha ratio de apalancamiento[91]. Esta dinámica de precios al alza y costes de financiación a la baja permite reducir la percepción sobre el riesgo, lo que facilita a su vez la expansión procíclica del crédito a segmentos de la demanda menos solventes.

A este ciclo expansivo de la liquidez global, en concreto la liquidez no básica, y con ello de endeudamiento privado, se sumarían la innovación financiera y el desarrollo de instituciones financieras no bancarias dedicadas a la intermediación crediticia: la banca en la sombra (*shadow banking*)[92] ya mencionada. Según la definición más aceptada, propuesta por el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB), esta se define como "el sistema de intermediación crediticia que involucra a entidades y actividades fuera del sistema bancario regular" (FSB, 2011). Estas entidades y actividades fuera de la banca regular pueden formar parte integral del sistema bancario estándar (Goldberg, 2023), por ejemplo, creando las entidades sus propios vehículos financieros,

depósitos delata una mayor fragilidad financiera, al depender más de otras vías de financiación adicionales, como son las colocaciones de títulos para cubrir esa brecha. Esto será importante para el caso español, como se verá en el capítulo 3. La diferencia entre el crédito bancario y la financiación con los depósitos de la clientela (la "brecha de financiación") alcanzó un tamaño que llegó a representar cerca del 25% del balance en 2007 (Fuentes Egusquiza, 2008: 62). Las titulizaciones, especialmente las hipotecarias, jugarían un papel fundamental para cubrir esa necesidad de financiación adicional.

[91] Tal como se observa en el comportamiento de los bancos comerciales en Estados Unidos (Adrian y Shin, 2010).

[92] El término fue acuñado por el entonces director general de la gestora de fondos de inversión PIMCO, Paul McCulley, en agosto de 2007, durante el simposio anual de la Reserva Federal en Jackson Hole (McCulley, 2009).

como los Vehículos de Propósito Especial (más conocidos por sus siglas en inglés, SPV). Pozsar *et al*. (2010) ofrecen una perspectiva desde el pasivo, al indicar que los pasivos de las entidades en la sombra no están cubiertos al no contar con el prestamista de último recurso, los bancos centrales, que tiene la banca tradicional. Desde esta óptica, cuando un pasivo de una entidad crediticia no bancaria se consolida en el balance de otra institución con acceso a un prestamista de último recurso, tal pasivo deja de estar en la sombra. A su vez, desde un enfoque desde la contabilidad se destaca el hecho de que los pasivos de las instituciones en la sombra permiten esquivar los impuestos regulatorios, y las entidades bancarias pueden recurrir a ellos para sacar pasivos fuera de su balance[93]. Como señalan Adrian, Ashcraft y Cetorelli (2013) estos tres enfoques son complementarios.

La ventaja para esta banca en la sombra es que, al quedar fuera de la regulación y supervisión propias del sistema bancario, puede reducir así costes de financiación vinculados a los requerimientos regulatorios de la banca tradicional. Se trata de una red de vehículos financieros altamente apalancados y fuera de balance (Pozsar, 2008).

La innovación y la desregulación financiera (o no pocas veces también la innovación para esquivar la regulación) permiten a bancos e instituciones financieras no bancarias producir una ingente cantidad de activos financieros, sin que estén limitados por la escala de la economía real (King, 2016: 144). Además, tal como evidencian Adrian y Shin (2010), los intermediarios financieros no bancarios tienen un apalancamiento procíclico[94]. Esto significa que ante un alza en el precio de los activos aumentan su ratio de apalancamiento para aumentar más si cabe sus compras de valores. La revalorización en el precio de los activos permite a estos intermediarios financieros disponer de una "capacidad excedente", de la que hacen uso ampliando sus balances. Por el lado del pasivo, toman más deuda a corto plazo y, por el lado del activo buscan más prestatarios potenciales. Esto explica que previamente a la crisis financiera global, la banca en la sombra en Estados Unidos (como, por ejemplo, los bancos de inversión) llegase a acumular más pasivos que la banca tradicional: cerca de 22 mil millones de dólares en 2007, frente a los 14 mil millones de pasivos bancarios. Es decir, 1,6 veces más (Pozsar

[93] Precisamente esto resultó clave en Estados Unidos para que los bancos mantuvieran la expansión de crédito hipotecario, alcanzando para ello a clientes sin capacidad de pago (*subprime*). Con este objeto los bancos habían trasladado ese activo fuera de su balance vía SPV.

[94] La creación (y destrucción) de crédito está crecientemente vinculada a la también creciente capacidad de las instituciones financieras para apalancar sus balances (Adrian y Shin, 2010; Brunnermeier, 2009).

et al. 2010). Llama la atención al respecto cómo, a pesar del consenso en lo relativo al papel protagonista atribuido a esta banca en la sombra en la gestación de la crisis financiera, los activos globales de las instituciones financieras no bancarias mantenían tras la Gran Recesión el 60% del PIB mundial, con más de dos terceras partes de ellos concentrados en las economías del G7 (Ban y Gabor, 2016).

Hemos visto cómo la presión a la baja sobre los tipos de interés reales y al alza sobre la valoración de los activos retroalimentaba el ciclo de expansión de la liquidez global, reduciendo con ello la percepción sobre el riesgo al tiempo que aumentaba la fragilidad financiera. Los bancos podían acceder a un mayor volumen de liquidez, endeudándose en los mercados internacionales de capitales para ofertar un mayor volumen de crédito en unas condiciones más atractivas ante unos tipos de interés más bajos. Esta mayor capacidad de financiar crédito se veía amplificada además con el acceso de la banca a la financiación crecientemente apalancada del sector financiero no bancario. Tal sensación de menor riesgo se vería aún más potenciada por la innovación financiera. Más concretamente, el desarrollo desde finales del siglo XX de diversos fondos de titulización. Estos derivados de crédito permiten reagrupar activos financieros con el fin de reasignar créditos y obtener calificaciones más altas (Vilariño, Pérez y García, 2008: 16)[95]. En su origen, los fondos de titulización[96] surgieron por iniciativa pública en Estados Unidos como manera de reducir el riesgo hipotecario para los bancos locales, mediante la titulización a través de empresas patrocinadas por el Estado (GSE, en inglés) de las hipotecas que cumplieran unos requisitos mínimos de solvencia, para unirlas y venderse como derechos con garantía hipotecaria (Mian y Sufi, 2014: 135). Pero ante la creciente demanda de activos seguros terminó por desarrollarse un mercado privado de títulos respaldados por hipotecas (*Mortgage Backed Securities*, MBS), que obtenían elevadas calificaciones crediticias por las agencias de *rating*, lo que facilitaba su colocación[97] en

[95] Como explican los autores, antes del desarrollo de estos derivados de crédito estas operaciones se realizaban mediante factoraje (*factoring*), por el que vendían sus cuentas a cobrar o derechos de cobro a compañías especializadas, denominadas factor.

[96] Más concretamente nos referimos aquí a las titulizaciones sintéticas, referidas a las que logran transferir el riesgo de crédito de una cartera de activos mediante la contratación de derivados crediticios (Catarineu y Pérez, 2008: 93).

[97] Esta demanda se vio impulsada con la innovación financiera que supusieron los bonos con colateral (*Collateral Debt Obligation*, CDO). Estos incorporan varios tipos de derivados que transfieren el riesgo crediticio de las entidades originadoras a los inversores en estos bonos. La entidad emisora transfiere una cartera de sus activos a un vehículo financiero (a menudo patrocinado por el propio banco), que emite títulos respaldados por esos activos y los trocea en diferentes tramos según las probabilidades de riesgo

unos mercados con una fuerte demanda global de activos de calidad denominados en dólares estadounidenses.

Las titulizaciones[98] tenían dos importantes ventajas para los bancos. En primer lugar, mediante la titulización y su venta convertían en líquidos los activos ilíquidos como los créditos hipotecarios. Y, en segundo lugar, transferían el riesgo de crédito a los inversores, confiados a su vez por la excelente calificación crediticia de estos títulos. La alquimia de la banca, referida por King (2016), encontraba así su máxima expresión, pues los bancos se financiaban con pasivos líquidos para obtener activos, ahora también líquidos (con la venta de titulizaciones), al tiempo que transferían el riesgo de impago a los compradores[99]. La liquidez obtenida y la transferencia del riesgo permitían ampliar el volumen de crédito, sostenidas por una elevada demanda global sedienta de estos activos "seguros". La realidad, no obstante, era que todo aquello descansaba sobre un enorme endeudamiento de los hogares, a partir del cual se acumularía una gigantesca burbuja de deuda privada.

En el caso de la economía española, la banca en la sombra no ha tenido tanta relevancia directa en un sector financiero dominado por el sector bancario[100], ni tampoco ha sido destacable el número de titulizaciones sintéticas. De todas formas, como veremos en los siguientes capítulos, la expansión de la liquidez global permitió a las instituciones financieras monetarias (bancos y cajas) acceder a una ingente financiación adicional desde el exterior que amplificó tanto el volumen de préstamos al sector privado no financiero (hogares y empresas) como la duración en el tiempo de la expansión crediticia. Y para acceder a esa mayor liquidez internacional, como se explica en el capítulo 3, resultaría especialmente funcional la financiación a los hogares que, gracias al recurso de

de impago estimadas, de manera que los tramos superiores (*senior*) son considerados como seguros, y así eran calificados por las agencias de *rating*. Esta titulización mediante la combinación de crédito con diferentes perfiles de riesgo tenía, sin embargo, dos problemas interrelacionados: por un lado, subestimó la capacidad de impago y el valor de recuperación del activo subyacente; y, por otro, subestimó además la correlación entre los impagos (Coval, Jurek y Stafford, 2009).

[98] Definimos la titulización como la transformación de un conjunto de activos poco líquidos (como los préstamos, por ejemplo) en instrumentos negociables.

[99] Se trata del modelo originar para distribuir, por el que las entidades financieras asumían riesgos, pero no para mantenerlos en balance, sino para empaquetarlos y distribuirlos a otros operadores financieros en los mercados internacionales. Sobre la incidencia de este modelo en la crisis financiera, véase, por ejemplo, Roldán (2008).

[100] Véase Carbó y Rodríguez (2017); Stupariu, Olmedo y Cambón (2021).

las titulizaciones, les permitía a las entidades captar una financiación exterior para sostener una mayor oferta de crédito interno.

1.6. Fragilidad financiera y demanda impulsada por la deuda

En este apartado planteamos una revisión de la literatura con respecto a la inestabilidad financiera y el rol del crédito en la economía. En primer lugar, haremos un repaso al respecto de cómo se ha tratado en la literatura académica dominante, en la que, como veremos, no ha recibido una especial atención hasta fechas relativamente recientes. En esos estudios el planteamiento sobre el crédito y la idea de lo financiero en general, si bien cobra relevancia, se plantea a nuestro juicio como un elemento de amplificación de desequilibrios, y no como fuente de inestabilidad intrínseca, que es la visión que se deduce del planteamiento teórico que venimos desarrollando. En segundo lugar, veremos otros planteamientos desde posiciones heterodoxas y que se agrupan en el denominado enfoque de la financiarización. Al respecto, si bien estos sí sitúan el crédito y la deuda como elementos centrales en el análisis económico, veremos que presentan a nuestro juicio serias limitaciones vinculadas tanto a la falta de consenso sobre el propio concepto y lo ecléctico de planteamientos teóricos que se agrupan en torno a él, como en una concepción de lo financiero que no permite discernir adecuadamente entre cambios endógenos y modificaciones exógenas. Unas limitaciones que nos han llevado incluso a asumir, como explicaremos, una revisión de algunos de nuestros propios postulados previos. Y, en tercer lugar, abordamos el enfoque de la inestabilidad financiera planteado por Minsky, teóricamente más fecundo para nuestro análisis, y su actualización para un entorno de liquidez global como el de la actualidad.

1.6.1. Crisis, ¿qué crisis? El enfoque económico convencional sobre el crédito y sus limitaciones

El desarrollo de los mercados financieros internacionales y la expansión de la liquidez global han traído consigo una acumulación de deuda privada sin precedentes. Según datos del FMI, la deuda privada no financiera global en la década de los años cincuenta del pasado siglo representaba un 40,6% del PIB mundial. En 1986 había rebasado el 100% (102,5%), mientras que en la primera década del siglo XXI suponía ya el 130,3% del PIB mundial[101]. Esta expansión del crédito habría comenzado en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, hasta después de la crisis financiera global de 2008, estos datos pasaron en buena medida desapercibidos.

Según Schularick y Taylor (2012), entre 1870 y 1945 se mantuvo una relación estable del crédito, tanto con respecto a la masa monetaria (M3), como con relación al tamaño de la economía[102] hasta la Segunda Guerra Mundial. Pero a partir de la posguerra observan que el crédito comienza a crecer tanto con respecto al PIB como con relación a la masa monetaria, mediante una combinación de apalancamiento y (desde los años setenta) también vía nuevas fuentes de financiación, sobre todo títulos de deuda (Schularick y Taylor, 2012: 1.036). El final de la relación estable en la ratio crédito/dinero a partir de la posguerra ayuda a explicar la creciente insostenibilidad del sistema monetario de Bretton Woods conforme se afianzaba la convertibilidad, según tratamos en el apartado 1.4.2. En la medida en que los bancos financian el crecimiento del crédito mediante pasivos no monetarios, lo que ocurra en los mercados financieros comienza a ser más importante para la creación de crédito y un mayor nivel de inestabilidad financiera, pudiendo amplificar aún más el carácter cíclico de las finanzas (Adrian y Shin, 2008). Esta creciente dependencia del sector bancario respecto a los mercados de capitales para su financiación plantea a los bancos centrales un problema de estabilidad adicional (y de riesgo moral), dado que, en su labor como prestamistas de último recurso, en

[101] En el caso de las llamadas "economías avanzadas", que concentran la mayor parte de los pasivos, la deuda total no financiera en ese primer decenio de siglo era de 154,1% del PIB global, el doble que la pública (75,3%). En 2022, la deuda privada no financiera mundial era del 145,7% del PIB mundial (la pública del 92,4%). En el caso de las economías avanzadas la deuda privada no financiera era de 164,4% del PIB global y la pública de 113,5%. Datos del Global Debt Database, del FMI.

[102] Sus observaciones son a partir de datos recopilados entre 1870-2008 para 14 economías industrializadas.

situaciones de crisis pueden verse obligados a garantizar la financiación a todo el mercado financiero y no solo a los bancos.

Sin embargo, durante décadas, el auge de la deuda privada a partir de la segunda mitad del pasado siglo no pareció merecer una especial atención en una parte importante de la literatura académica. De un lado, dominaba la idea de la irrelevancia sobre la forma de financiación de los agentes, derivado de las propuestas de Modigliani y Miller (1958), como ya comentamos en el apartado 1.1.

Según el conocido como teorema Modigliani-Miller (o teorema M&M) resultaba irrelevante para la empresa si esta se financiaba con recursos propios o mediante deuda[103]. De este modo, si la forma de financiarse es intrascendente, podría ser más adecuado optar por el apalancamiento para de esta manera aumentar los rendimientos para accionistas y directivos de la empresa. Un apalancamiento a su vez incentivado por las exenciones fiscales para la deuda en muchos países. Otros economistas darían más adelante legitimidad académica a la opción de la financiación externa al considerar que la deuda sería una herramienta para garantizar la disciplina en la gestión corporativa.

A su vez, ganaba relevancia la hipótesis de los mercados eficientes. Esta fue desarrollada de forma independiente por Samuelson (1965) y Fama (1965 y 1970). Samuelson planteaba que los precios adecuadamente anticipados fluctuaban aleatoriamente. Cuanto más eficientes sean los mercados, más aleatorios resultarán los precios, por lo que resultará más difícil predecir su comportamiento futuro y ningún agente podrá superar de manera continuada al mercado, salvo por la suerte o por información privilegiada.

El planteamiento de Fama contiene dos hipótesis complementarias sobre la que se basa, en general, toda la teoría básica de las finanzas modernas (De la Dehesa, 2009: 54). La primera es que los mercados financieros son eficientes en el sentido en que el precio de los activos refleja toda la información disponible. Reflejan los "fundamentales", es decir, el valor descontado presente de sus rendimientos futuros. La segunda es que los agentes en esos mercados son perfectamente racionales con la información de la que disponen[104].

[103] El teorema partía de una situación sin "fricciones", esto es, en ausencia de impuestos, asimetrías de información, costes de transacción ni cualquier ineficiencia en los mercados.

[104] La hipótesis parte de dos supuestos similares a los de M&M e igual de poco cercanos a la realidad: los mercados no tienen fricciones y no existen costes de transacción.

El problema es que, según esta hipótesis, burbujas como la que terminó por estallar en 2008 sencillamente no podrían existir. Falla, por tanto, la realidad, no la teoría.

La segunda hipótesis, referida a la plena racionalidad de los agentes, quedaría expresada en la hipótesis de las expectativas racionales[105]. Esta contiene dos premisas: los agentes basan sus estimaciones racionalmente sobre futuros de variables fundamentales[106]; y, segunda, salvo desviación aleatoria (que tiende a cero en promedio), el modelo permite establecer cómo evolucionan los valores fundamentales en el tiempo y el precio en el tiempo tiende a sus fundamentales[107].

Estos planteamientos teóricos sirvieron de pavimento para justificar la liberalización financiera como un mercado más, de manera que el libre juego de oferta y demanda permitiera una asignación óptima de los recursos de modo que impulsara así un mayor crecimiento económico y bienestar social.

Por su parte, el desarrollo de la matemática, importada de la física[108], llevó a modelos financieros cada vez más complejos para la gestión de los riesgos, lo que fue muy relevante para el desarrollo de los mercados de derivados y productos estructurados. Sin embargo, esta creciente sofisticación añadía cada vez más complejidad a estos productos, haciéndolos así más opacos, hasta el punto de que a menudo no los comprendían ni siquiera quienes comercializaban con ellos. Pero un problema fundamental de estos desarrollos matemáticos, como señala De la Dehesa (2009: 91) es que no tienen en cuenta el tiempo como variable representativa.

Desde finales de los años setenta y primeros ochenta se dejó sentir al fin una mayor atención en la literatura académica dominante con respecto a la temática del crédito. Mishkin (1978) o Bernanke (1983) con estudios sobre la Gran Depresión, en el caso de Mishkin para señalar que la posición financiera neta de los hogares tenía una influencia significativa sobre la demanda de los consumidores. Gertler (1988) analizó la estructura financiera, tratando de recuperar la importancia del desempeño del préstamo y el

[105] Lucas (1976) y Sargent (1978), aunque el pionero fue en realidad Muth (1961). Esta hipótesis se puede vincular asimismo con la hipótesis de la renta permanente planteada por Friedman (1957).

[106] El desarrollo de la economía del comportamiento (*Behavioral Economics*) ha rebatido estos supuestos. Véase, por ejemplo, Kahneman y Tversky (1979); o Shiller (2000).

[107] Shiller (1981) mostró que la evolución del mercado bursátil en Estados Unidos era demasiado volátil con respecto a sus fundamentales.

[108] Al igual que Samuelson (1947) trasladó la termodinámica a la economía en su formalización de la estática comparativa, para considerar una dinámica que respondía en realidad a un movimiento estrictamente lógico que se trasladaba del equilibrio al equilibrio (Palazuelos, 2022: 219).

endeudamiento en los mercados frente a la visión tradicional neoclásica, monetarista y keynesiana convencional donde, según señala, la principal interacción real/financiero se centraba en el proceso de intercambio de mercado. Otros trabajos, como los de Bernanke y Gertler (1989); Kiyotaki y Moore (1997); o Bernanke, Gertler y Gilchrist (1998) emplean modelos tradicionales de acelerador financiero que vinculan los ciclos económicos con las finanzas. Se trata de modelos en los que el canal de crédito puede amplificar los efectos ante *shocks* exógenos y temporales, como puede ser sobre la tecnología o la distribución de la renta en el modelo de Kiyotaki y Moore (1997). O el efecto del patrimonio neto del prestatario en un modelo neoclásico, pudiendo este amplificar la expansión o la contracción en el ciclo de negocio, en este último caso de manera similar a la deflación por deuda de Fisher (1933).

Ante la expansión de la liquidez global, Bernanke (2005) planteó como posible explicación el exceso de ahorro (*savings glut*) en las economías en vías de desarrollo que les permitía aumentar sus reservas de divisas extranjeras como medida de protección, permitiendo con ello financiar los crecientes déficits por cuenta corriente de las economías más industrializadas[109]. El desajuste entre el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y el superávit de China, a su vez principal tenedor de la deuda pública norteamericana, hizo pensar a algunos economistas, entre otros al propio Bernanke, que el riesgo de crisis financiera estaba allí, en esa dependencia del país asiático como principal acreedor. El problema de este enfoque es considerar los flujos netos de capitales y no los brutos. De esta manera, mientras se prestaba atención a los riesgos asociados a la vulnerabilidad con respecto a China, los análisis sobre los desequilibrios macroeconómicos solían obviar que los principales compradores de activos estadounidenses no eran asiáticos, sino bancos europeos (Borio y Disyatat, 2011; Tooze, 2018)[110]. Una idea de la magnitud que alcanzaron los flujos financieros entre Europa y Estados Unidos lo muestra el siguiente dato: la financiación procedente de Estados Unidos hacia Europa más que se cuadruplicó, al pasar de unos 462 mil millones de dólares

[109] La evidencia empírica al respecto es muy endeble. Entre enero de 2000 y junio de 2008, las reservas de divisas extranjeras de los 19 principales tenedores crecieron casi en 1,5 billones de dólares más que los superávits acumulados por cuenta corriente. Una diferencia que puede explicarse por inversión extranjera directa y el rendimiento de las inversiones (Chancellor, 2022: 413).

[110] De igual modo se obviaba el papel fundamental de los bancos y otras entidades financieras no bancarias y el exceso de operaciones que llevaban a cabo a escala mundial, como señala Shin (2011 y 2012).

en 2002 a más de dos billones de dólares en 2007. Mientras, el tramo del viaje de ida y vuelta entre ambos lugares se duplicó desde 856 millones de dólares a más de dos billones (Cohen *et al*., 2017: 599).

La mayoría de los estudios que dominaban el debate académico y comenzaban a incluir consideraciones financieras sobre crédito y deuda se resumen en el efecto amplificador del sistema financiero a partir de una perturbación exógena y temporal en un modelo de equilibrio. Pero, por ejemplo, no explican la dinámica de sobrendeudamiento acumulativo en el sector privado observada desde los años cincuenta del pasado siglo, con la que iniciábamos este apartado. Una dinámica de sobrendeudamiento que pone en cuestión la idea de unos mercados financieros como intermediarios que permitirían una transmisión más eficiente de los recursos entre ahorro e inversión.

1.6.2. La financiarización: un concepto equívoco

En un contexto de importantes cambios relacionados con el final del patrón dólar-oro de Bretton Woods y la implantación del dinero fiduciario, la liberalización de los flujos internacionales de capitales y el desarrollo del sector financiero comienza a emplearse desde enfoques heterodoxos el término "financiarización". El origen del término puede situarse en Sweezy y Magdoff (1972), donde analizan los cambios estructurales en la economía estadounidense. Pero también quizá haya que remontarse a Hilferding (1910), quien planteaba la transformación del capital industrial en capital financiero a través de los bancos[111]. En su intento por caracterizar este término, Medialdea y Sanabria (2013) advierten en todo caso que no cuenta con una definición precisa y que, por otra parte, se refiere a una variedad de fenómenos conectados entre sí. Tenemos, de hecho, un primer problema con la vaguedad del término. La definición quizá más conocida sea la de Epstein (2005: 3), para quien "(...) financiarización se refiere a la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes

[111] "El capital financiero se desarrolla con el auge de la sociedad por acciones y alcanza su apogeo con la monopolización de la industria" (Hilferding, 1910: 254). Esta idea de desarrollo del capital financiero a partir de los bancos y su fusión con el capital industrial con el consiguiente surgimiento de una oligarquía financiera es recogida también por Lenin (1916).

e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacional". Este concepto implica tanto una parte cuantitativa como cualitativa, o según Palazuelos (2011: 124), un triple nivel de significado: tamaño de lo financiero sobre el total de la economía; condicionamiento estructural sobre agentes no financieros; y dominio sobre la dinámica de crecimiento. La concreción de cada uno de estos procesos varía según analistas y escuelas. A este respecto, Stockhammer (2013) refiere el aumento en el volumen de transacciones financieras sobre las "reales" y el efecto que estos cambios tienen sobre el sector no financiero; mientras Boyer (2000) se refiere a un modo de acumulación impulsado por las finanzas. En cuanto al condicionamiento de lo financiero sobre lo "real", para Duménil y Lévy (2005) resulta la expresión de la nueva hegemonía de las finanzas que, a su juicio, define al neoliberalismo. A ojos de estos autores la financiarización no sería un fin en sí mismo, sino una herramienta para la maximización de las rentas y riqueza de las clases más altas. Por su parte, Stockhammer (2007) precisa que la financiarización es un subproducto del neoliberalismo y, por ello, un resultado político.

Palley (2009) y Sawyer (2014) plantean la financiarización a modo de etapa en el desarrollo del capitalismo. En el caso de Palley, partiendo de un enfoque kaleckiano, establece diferentes etapas históricas hasta llegar a las más recientes, que serían un capitalismo de adquisiciones apalancadas en los años ochenta del pasado siglo, y un capitalismo de endeudamiento del consumidor, a partir de los años noventa y primera década del siglo XXI hasta llegar a la crisis financiera. Por su parte, Sawyer (2014) relaciona el término también con etapas del capitalismo, pero sin acotarla a las últimas décadas, sino a lo largo de la historia. Hablaríamos en la actualidad por tanto de un proceso particular de financiarización, surgido en los años ochenta, pero hubo otras eras de financiarización previamente, como en los años treinta del siglo XX.

Otros trabajos, especialmente desde enfoques marxistas, aunque no solo, abordan la financiarización como una respuesta a la crisis de rentabilidad capitalista y más concretamente del modelo de acumulación de posguerra (Duménil y Lévy, 2005; Lapavitsas, 2011). También otros autores, como Medialdea y Sanabria (2013) dan por válida esta explicación causal, que ahora cuestionamos en este trabajo, entre crisis de rentabilidad y auge estructural de las finanzas en su caracterización sobre el término.

En el ámbito empresarial, Lazonick y O'Sullivan (2000) plantean que la financiarización consiste en una transición desde una estrategia de retener e invertir (*retain and reinvest*) a otra de reducir tamaño y repartir (*downsize and distribute*). Una suerte de soberanía accionarial, en la que el objetivo principal de la empresa pasa a ser maximizar el valor a corto plazo de las acciones (Froud *et al*., 2000; Aglietta y Reberioux, 2004; Demir, 2009). Mientras, Krippner (2005 y 2011) considera la financiarización como un modo de acumulación en que los beneficios surgen fundamentalmente a través de la vía financiera, más que mediante la producción o el comercio. Esta inversión financiera creciente por parte de las empresas no financieras caracterizaría la financiarización empresarial (Crotty, 2005; Husson, 2008; Álvarez, 2013). Una estrategia que plantea un desvío de recursos que se trasladan de la inversión productiva hacia la financiera, de tal manera que diversos autores observan una relación negativa entre grado de financiarización de las empresas y gastos en inversión (Orhangazi, 2008; Hein, 2010; Palley, 2007; Stockhammer, 2007; Van Treeck, 2009; Dallery y Van Treeck, 2009). En el ámbito de las familias, algunos analistas como Aalbers (2008, 2016) se refieren a la "financiarización de los hogares" como concepto en el que enmarcar el desarrollo de la financiación hipotecaria, las titulizaciones y derivados financieros a partir de créditos inmobiliarios como son los MBS.

El crecimiento de las actividades financieras y su mayor peso en el PIB parece obvio, tal como se evidencia por ejemplo en Bustelo (2007) o en Medialdea y Sanabria (2013). La cuestión es en qué medida esto plantea un cambio económico fundamental. Por ello, visto de nuevo con perspectiva, y más allá de usos particulares en la variedad de enfoques existentes sobre la financiarización, hemos optado por una profunda revisión del concepto hasta concluir que no resulta satisfactorio como herramienta de análisis. Trataremos de exponer a continuación brevemente los principales motivos.

En primer lugar, la financiarización plantea una dicotomía entre "real" y financiero que encontramos inadecuada[112]. Es más, como señala Minsky (1986: 77), "dado que lo que sucede en una economía está mayormente determinado por consideraciones financieras, la teoría económica solo puede ser relevante si las finanzas se integran en su estructura". De hecho, una empresa es básicamente una unidad

[112] De igual modo tampoco nos parece adecuada la distinción entre diferentes tipologías de capital con supuestas dinámicas propias.

financiera. Visto de esta manera, el enfoque (o los enfoques) de la financiarización tiene el mérito de incluir lo financiero en la dinámica económica pero el error de tratarlo como algo diferenciado.

Como explican Michell y Toporowsky (2014), se parte de un concepto marshalliano de empresa, donde lo financiero se limita a especulación y búsqueda de rentas, por lo que no se entienden los desarrollos financieros. En realidad, la mayoría de sus transacciones financieras y el consiguiente aumento de sus balances son necesidades de liquidez y cobertura de los intermediarios financieros y sus clientes (Grahl y Lysandrou, 2003; Michell y Tovorowsky, 2014). A este respecto, precisamente el análisis antes planteado sobre la evolución del sistema financiero en la creación de liquidez nos parece que contribuye a una mejor explicación de esta mayor dimensión de dicho sector.

En segundo lugar, se plantean casos concretos cuya generalización no parece adecuada. Un botón de muestra al respecto lo tenemos en Lazonick y O'Sullivan (2000), cuyo estudio sobre los cambios empresariales hacia la maximización del valor del accionista son pertinentes en Estados Unidos, pero difícilmente equiparables a otros lugares como España. Algo parecido sucede con la pretendida desvinculación entre beneficios e inversión en las economías más industrializadas. A este respecto, Del Río (2015), al estudiar la evolución en grandes empresas, observa que esto no se cumpliría tampoco, al menos en el caso de España.

En tercer lugar, coincidimos también con la apreciación de Michell y Toporowsky (2014: 69) en la incapacidad de este enfoque de la financiarización para distinguir entre cambios estructurales endógenos y modificaciones exógenas. Al respecto, los elementos destacados como prueba empírica durante el auge de las finanzas serían movimientos endógenos, más que movimientos rectores de la dinámica económica.

En cuarto lugar, el referido enfoque plantea una visión de novedad y ruptura que no es tanta. Evidentemente hay innovaciones y cambios. La dimensión de lo financiero, del volumen de crédito es enorme, pero la dinámica que lo genera no es nueva, ni podemos separarla de la propia dinámica de creación de liquidez, de una liquidez global y de la fragilidad financiera inherente a la dinámica capitalista. Una persona ahora puede invertir su dinero y riqueza en prácticamente cualquier lugar del mundo. Pero Keynes (1919: 14-15) ya se maravillaba de esta posibilidad, perdida en 1914 por el estallido de la Primera

Guerra Mundial[113]. Al final, en contextos históricos diferentes hemos visto desde el auge y caída del Banco de Ámsterdam, el principio y final tanto del patrón oro como el dólar-oro de Bretton Woods… Cambios, en definitiva, que generan crisis que se traducen en nuevos cambios.

En quinto y último lugar, la financiarización se vincula de manera forzada con las crisis. En este sentido, aunque no compartimos la identificación que plantea Mateo (2015) de "la tesis de la financiarización como teoría de la crisis" (sencillamente porque ni es la pretensión del término ni todos los autores plantean esa relación), sí es cierto que diferentes planteamientos dan por hecha esa vinculación. Medialdea y Sanabria (2013) así lo exponen, por ejemplo, al explicar dicho proceso como el efecto derivado de la crisis durante los años setenta. Pero hemos de decir ahora que tal vinculación no resulta convincente: el desarrollo financiero es previo a la crisis. Como vimos en el apartado 1.4.2., la expansión del sector financiero surge como consecuencia de alcanzar la plena convertibilidad en un contexto de recuperación económica tras la posguerra, hasta llevarse finalmente por delante al propio patrón monetario dólar-oro. El mayor éxito de Bretton Woods conllevó su desaparición posterior.

1.6.3. Inestabilidad financiera

Siguiendo a Kindleberger (1978) y Minsky (1975, 1984, 1986 y 1992) partimos del hecho de que el sistema financiero, y por ende la dinámica económica, es intrínsecamente inestable. No es pues una inestabilidad generada a partir de un determinado *shock* externo. No hay ninguna tendencia inherente al equilibrio ni estamos ante una dinámica que va de una situación de equilibrio a otro. Lejos de ello, el equilibrio se entiende, si acaso, como una situación excepcional entre todas las posibles (Minsky, 1986).

La tendencia intrínseca al desequilibrio que adoptamos en este trabajo se plantea en la hipótesis de la inestabilidad financiera (Minsky, 1992). Esta parte, a su vez, de la caracterización del nivel de beneficios como variable clave de la dinámica económica,

[113] La idea planteada por Martínez González-Tablas (2007: 270) de la financiarización surgida de la interacción entre globalización y las TIC ya existió un siglo antes.

determinada por la estructura de demanda agregada que establece Kalecki (1954)[114]. Minsky incluye además dos variables fundamentales: el tiempo y la incertidumbre. Con respecto al tiempo, el proceso de acumulación de capital supone intercambiar dinero actual por dinero futuro, es decir, que dinero y financiación están conectados en el tiempo. Una inversión, señala Minsky (1986: 290), opera como un bono: es dinero ahora por dinero más adelante. Invertir es adquirir activos de capital y esto supone una decisión sobre la estructura de pasivo.

Esta financiación se da a través de los bancos[115], que son considerados aquí como empresas motivadas en su actividad por la obtención de beneficios. Por tanto, sus expectativas de rentabilidad determinarán el nivel efectivo de crédito (y también el desarrollo de innovaciones financieras), lo que implica rechazar que la oferta venga ya dada y con una velocidad de circulación del dinero estable, como sostenía la teoría cuantitativa del dinero. Tanto la concesión efectiva de crédito como la demanda de financiación para costear la inversión y el consumo vendrán determinadas por las expectativas de beneficio (y de renta en el caso de los hogares). Pero estas rentas y beneficios futuros no se conocen en el presente. Son expectativas a partir de los resultados pasados y presentes que se proyectan hacia el futuro, pero sin saber con certeza lo que sucederá. De esta manera, al comprometer pagos a partir de las expectativas de ingresos, cuando estos sean inferiores a lo esperado se generará un impacto sobre el nivel de deuda. De igual modo, los bancos, al operar como empresas que buscan beneficios, tenderán a asumir más riesgos en períodos expansivos ante unas mejores expectativas. El volumen de crédito tenderá a ser mayor cuanto mayor sea el acceso a la liquidez y menores las trabas que imponga la regulación, lo que de hecho comporta mayor riesgo y fragilidad ante cualquier resultado inesperado o expectativa inalcanzada. La importancia de incluir a los bancos y la inestabilidad asociada a la liberalización financiera ha sido evidenciada por Reinhart y Rogoff (2009: 180-181), donde muestran la elevada correlación entre liberalización financiera y crisis bancarias, una contratación en línea con estudios anteriores al respecto[116].

[114] En consecuencia, y al igual que en Keynes, la inversión resulta ser elemento central de la actividad económica (Cárdenas, 2018).

[115] Referidos en un sentido amplio para todos los intermediarios financieros.

[116] Véanse, por ejemplo, Demirgüç-Kunt y Detriguiache (1998); Drees y Pazarbasioglu (1998); o Kaminsky y Reinhart (1999). Un análisis más reciente, que incluye elaboración de una base de datos se encuentra en Laeven y Valencia (2008, 2013 y 2018).

Para explicar esta interacción entre pasado, presente y futuro, Minsky (1992) plantea tres relaciones entre renta y deuda para las unidades económicas[117], que denomina cubierta (*hedge*), especulativa y ponzi. Las unidades cubiertas son aquellas que pueden atender a todas sus obligaciones con el flujo de caja que generan. Por su parte, las especulativas son aquellas que cumplen también con sus compromisos de pago, pero solo gracias a que obtienen recursos con nuevas deudas, sin esto no podrían devolver sus deudas con sus flujos de caja. Por último, las denominadas unidades ponzi[118] son aquellas cuyos flujos de caja no les permiten ni amortizar el principal ni atender al servicio de la deuda, por lo que solo pueden atender a sus compromisos mediante la venta de activos o vía nuevos préstamos y pagar deuda con más deuda.

Esta hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky ha sido actualizada posteriormente por Wolfson (2002), quien traslada el planteamiento minskyano, pensado para una economía, a un contexto de liquidez global, donde el dinero de un país puede ser prestado o invertido en otros, en un entorno a su vez de libre circulación internacional de capitales y una regulación financiera más laxa[119].

Lo relevante de este planteamiento es que sirve para explicar cómo una situación de equilibrio tiende por sí misma, sin necesidad de un *shock* externo, a derivar en inestabilidad. Así, en una situación de prolongada expansión económica, las economías capitalistas tienden a transitar desde una estructura financiera dominada por unidades cubiertas hacia las especulativas y estas a su vez tenderán a pasar a ser unidades ponzi. Esto es así porque los buenos resultados pasados, que se repiten o incluso mejoran en el presente, son proyectados hacia el futuro. Así, los buenos resultados empresariales animan la financiación de nuevas inversiones. Los bancos tienen un mayor apetito por el riesgo y prestan más, al tiempo que les impulsa a innovaciones financieras que les permiten dotarse de mayor liquidez. Esta mayor liquidez, por su parte, incide en unos menores tipos de interés reales que, por un lado, facilitan la asunción de mayor apalancamiento para mayores rentabilidades futuras; y, por otra, presionan a la baja sobre la rentabilidad financiera presente impulsando con ello un mayor volumen de compras de

[117] Estas tres relaciones ya las expuso previamente en Minsky (1975).

[118] En referencia a un estafador, llamado Carlo Ponzi (1882-1949), de quien se toma el nombre para denominar a los esquemas de estafa piramidal.

[119] Ruiz (2016) expone también este planteamiento. Sobre la aplicación del enfoque de Minsky en una economía abierta, véase asimismo Kregel (1992 y 2001).

activos financieros para compensarla. Por su parte, las expectativas de rentas futuras animarán el consumo y la inversión de los hogares, y con ella el recurso a la deuda. Y las autoridades serán más proclives a relajar la regulación y la supervisión ante la percepción de un menor riesgo, para propiciar así que se mantengan las condiciones para la bonanza económica.

Ahora bien, en la medida en que las expectativas presentes no se cumplan (y nada garantiza su cumplimiento), el mayor grado de endeudamiento derivará desde esa situación cubierta a otra especulativa o incluso ponzi. En definitiva, la estabilidad, el equilibrio es, en el mejor de los casos, algo transitorio.

Pero la hipótesis de la fragilidad financiera implica a su vez un elemento de crucial interés para nuestra investigación: el estudio de las crisis ha de hacerse desde la fase expansiva previa. Y no como plantean la mayoría de las aplicaciones del modelo de acelerador financiero que, como señalan Mian y Sufi (2018), se centran en la fase contractiva. Por ese mismo motivo, en los siguientes capítulos de nuestro estudio hemos optado por analizar la fase expansiva para entender la crisis financiera en España a partir del año 2008.

1.7. El auge hipotecario: el rol central del endeudamiento de los hogares en la expansión crediticia

Para finalizar este primer capítulo, abordamos a continuación los últimos elementos analíticos necesarios para nuestra investigación. Se trata de la caracterización de la vivienda como activo peculiar y la consiguiente especificidad de la deuda inmobiliaria en un contexto de expansión crediticia.

Comenzaremos recordando que la vivienda es un activo real que satisface unas necesidades habitacionales, pero al mismo tiempo es un activo de capital, cuya adquisición requiere generalmente el recurso al crédito. La inversión en bienes raíces ha sido y es una actividad fundamentalmente financiera, en la medida en que requiere por lo general del recurso a la deuda. En este sentido, la vivienda y los activos inmobiliarios en general operan igual que cualquier activo de capital de propiedad privada en un contexto de incertidumbre y financiados por deudas que, por tanto, conllevan compromisos de

pago (Minsky, 1986: 109). Dicho de otro modo, el ánimo y las expectativas de ganancia impulsan el desarrollo del crédito, que permite financiar una mayor compra de activos de capital, y ello incluye la inversión en activos inmobiliarios.

Tampoco el uso de la vivienda como instrumento financiero es nuevo. Por ejemplo, ya en 1960 se autorizaron en Estados Unidos REITs, los fideicomisos de inversión de bienes raíces[120]. Y ya antes la burbuja crediticia que derivó en la Gran Depresión de 1929 tuvo también su capítulo inmobiliario, en aquella ocasión localizado sobre todo con las tierras de la península de Florida (Galbraith, 1990).

Lo relevante para nuestro estudio es, en particular, el papel que desempeña la vivienda como activo de capital en el presente contexto de liquidez global y crecimiento del endeudamiento privado. Como hemos visto, un contexto de expansión de la liquidez global induce a una caída de los tipos de interés reales y un alza en el precio de los activos (Baks y Kramer, 1999). Darius y Radde (2010) observan al respecto un efecto asimétrico sobre distintos activos, con un mayor efecto sobre los precios inmobiliarios[121] en comparación con los precios de las acciones y de las materias primas[122]. Pero, a su vez, la expansión de la liquidez global amplifica la demanda de activos seguros, cuya oferta no puede crecer a igual ritmo, por lo que se produciría una escasez de activos financieros seguros (Caballero, Farhi y Gourinchas, 2008). Esta escasez de activos financieros globales con menor riesgo y mayor liquidez frente a una demanda creciente resulta un elemento fundamental para entender la revalorización de algunos activos, así como el impulso a innovaciones financieras como el desarrollo de las titulizaciones y creación de derivados financieros, vinculados también al sector inmobiliario.

[120] REIT, por sus siglas en inglés: Real Estate Investment Trust. Son fondos dedicados a invertir en todo tipo de propiedades inmobiliarias y que cotizan en Bolsa. En España su equivalente es reciente, conocidas como SOCIMI (Sociedades Anónimas de Inversión Cotizadas en el Mercado Inmobiliario), que invierten en todo tipo de activos inmobiliarios para alquiler. Su origen, en 2013, a partir de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre que modificaba (fundamentalmente en lo relativo a tributación) a su vez la Ley 11/2009, de 26 de octubre, que regulaba por primera vez estas empresas.

[121] Sin embargo, los autores encuentran que los factores internos jugaron un papel más relevante en el comportamiento de los precios que los factores globales, lo que implicaría una mayor capacidad de la política monetaria para afrontar episodios de riesgo a partir de las alzas de precios residenciales.

[122] Por cierto que el efecto de la liquidez global no supondría un mayor efecto sobre los precios inmobiliarios en los países con mayor desarrollo financiero. Al respecto, Cesa-Bianchi, Céspedes y Rebucci (2015), si bien constatan esta relación entre aumento de la liquidez y el alza de precios inmobiliarios, señalan que el efecto de un *shock* de liquidez global tendría mayor impacto en las "economías emergentes" que en aquellas con mercados financieros más desarrollados.

Hay otro elemento que a menudo tiende a pasarse por alto y que resulta fundamental al respecto de los activos de capital en general, y que incluye al caso particular de la vivienda. Nos referimos a la relación entre demanda y precio de estos activos de capital. La economía convencional incluye entre sus supuestos que los retornos son decrecientes, es decir, las acciones económicas producen retroalimentaciones negativas que permiten obtener una situación de equilibrio. Esto se aprecia en la relación entre precios y demanda. A medida que aumenta el precio de un producto o de un servicio, su demanda cambia, reduciéndose la del bien encarecido y desplazándose hacia otros bienes sustitutivos. Ello explica precisamente que el alza en el precio tienda a estabilizarse en la medida en que induce a una menor demanda frente a otros sustitutivos (De la Dehesa, 2009: 84). Sin embargo, este principio muchas veces no se cumple en el caso de los mercados financieros y de activos, donde se dan procesos de retroalimentación positiva[123]. En esos casos, "[u]n aumento en los precios relativos de algún conjunto de instrumentos financieros o activos de capital puede hacer aumentar la cantidad demandada de dichos activos financieros o de capital. Por tanto, una subida de precios puede crear condiciones propicias para que se produzca otra subida de este tipo" (Minsky, 1986: 195-196).

Esta retroalimentación positiva puede ser motivada bien por los rendimientos futuros esperados de dichos activos financieros o de capital, o bien por las propias expectativas de revalorización de tales activos, lo que hace atractiva la compra en el presente. De esta manera, ante un alza en el precio de un activo, su demanda aumenta, al interpretarse como evidencia de aumentos futuros de su precio. Se da por tanto una retroalimentación positiva: alzas de precios inducen a mayor demanda. La cuestión en ese caso es cómo puede ser posible una creciente demanda sostenida ante alzas continuadas de precios. La explicación se encuentra en la deuda. Esta permite financiar una adquisición más cara pero que se percibe de bajo riesgo en la medida en que se considera que dicho activo tenderá a revalorizarse en el tiempo. Pensemos en el caso de una vivienda, cuyo colateral, la garantía hipotecaria, a menudo es el propio inmueble. En la medida en que el valor de mercado de este activo sea mayor, podrá ser igualmente percibido como poco arriesgado un préstamo de mayor cuantía, máxime si el valor futuro

[123] Marshall (1890) fue el primero en detectar este tipo de retroalimentación, lo que le sirvió para explicar el fenómeno de los distritos industriales al aprovechar economías de escala externa crecientes (que permitía mantener el supuesto de competencia perfecta).

esperado es igual o superior a medio-largo plazo. Sin embargo, la deuda presente será mayor para un valor de mercado futuro que en realidad no conocemos.

Esta retroalimentación positiva ayuda a entender el fenómeno de las burbujas financieras, y el especial riesgo que plantean al estar infladas vía deuda. En el caso de los activos resulta de especial relevancia porque explica cómo el aumento sostenido de sus precios puede causar sistemáticamente que los agentes económicos adopten conductas de riesgo, y con ello asumir mayores niveles de endeudamiento. Esto a su vez permite unir lo anteriormente planteado sobre dinero endógeno creado a partir del crédito y la liquidez global, que hace posible a los intermediarios financieros una mayor capacidad de financiación vía mercados internacionales de capitales y flujos bancarios transfronterizos.

La dinámica de mayor acceso a financiación, menor percepción del riesgo ante un contexto de estabilidad macroeconómica continuada y tipos de interés reales a la baja induce a una mayor demanda de activos y a la revalorización de estos mediante compras apalancadas[124]. Y con ello también la mayor producción de titulizaciones que pretenden reducir el riesgo de crédito y aumentar la liquidez. En consecuencia, el aumento de la liquidez global implica un aumento de los balances y un crecimiento del crédito. Y con ello, una mayor fragilidad financiera. Al respecto, precisamente Jordà, Schularick y Taylor (2011) en su estudio de catorce países desarrollados durante más de 140 años encuentran que el crecimiento del crédito es el mejor predictor individual de crisis financieras. Y el peso del crédito sobre el PIB de las economías desarrolladas despuntó a partir de los años setenta (Jordà, Schularick y Taylor, 2015b).

Pero ¿qué tipo de crédito? Si nos fijamos en las vísperas de la Gran Recesión, dos terceras partes del crédito bancario en las economías desarrolladas eran financiación a hogares[125]. Nos referimos aquí a crédito hipotecario, puesto que el crédito bancario no hipotecario a hogares y empresas se mantuvo estable[126].

¿Y qué explica la especial relevancia del sector inmobiliario? El mercado hipotecario presenta a priori un menor nivel de riesgo. O, para ser más precisos, una

[124] Hasta fechas recientes había cierto consenso académico en que los desarrollos sobre los precios de los activos solo afectarían a la formulación de la política monetaria en la medida en que estos pudieran afectar a las previsiones de inflación del banco central (Schularick y Taylor, 2012: 1.053). Sin embargo, un planteamiento fundamental de Minsky era precisamente el efecto sobre los precios de los activos y la expansión de la deuda.

[125] Así se observa en Jordà, Schularick y Taylor (2014 y 2016).

[126] Jordà, Schularick y Taylor (2016).

percepción de menor riesgo. Esto es así sobre todo porque, como decíamos al inicio de este apartado, la vivienda es al mismo tiempo un activo de capital, que requiere generalmente de una inversión a largo plazo con deuda, y un bien de uso de primera necesidad. Por ello, los hogares tienden a priorizar el pago de sus deudas por esa vivienda, dado que suele ser el lugar donde habitan y su principal componente de riqueza. Esto se refleja en unas tasas de morosidad por lo general menores a las de otros tipos de préstamos, reforzado a su vez por el colateral que supone el activo hipotecado como prenda para dicho empréstito, máxime cuando dicho colateral se ve revalorizado. En consecuencia, se trata de un activo a priori más seguro, lo que cobra especial relevancia en contextos de abundante liquidez y escasez relativa de inversiones de bajo riesgo, como comentamos anteriormente (Caballero, Farhi y Gourinchas, 2008).

La importancia del crédito a la vivienda ha sido objeto de atención en algunos estudios relativamente recientes, como en Mian y Sufi (2010, 2014 y 2018), Jordà, Schularick y Taylor (2014, 2015a y 2016), que han prestado mayor atención a la dinámica de endeudamiento en los hogares como factor explicativo de primer orden en los ciclos de crédito y las crisis financieras[127]. Este apalancamiento de los hogares está vinculado con el alza de precios de la vivienda y la dinámica de la demanda interna. Pero también ayuda a explicar la recesión posterior[128]. Una combinación de liberalización financiera, políticas públicas en apoyo a la adquisición de vivienda, creciente propensión de los bancos a asumir riesgos y un mayor apalancamiento de los hogares llevó a una dinámica tendente a incrementar el porcentaje de propiedad de viviendas en las economías desarrolladas[129] (Jordà, Schularick y Taylor, 2015a). Esto hace que la importancia de la oferta de crédito a vivienda haya sido creciente hasta pasar a ser dominante en la actividad de los bancos. De hecho, el crecimiento de las finanzas está estrechamente vinculado a la explosión del crédito inmobiliario a los hogares a partir del último cuarto del siglo XX. De esta forma, los préstamos hipotecarios[130] han pasado de representar un 30% de la

[127] Jordà, Schularick y Taylor (2015b) constatan los vínculos entre precio de los activos (incluidos los inmobiliarios), crédito y desempeño económico.

[128] Según Mian y Sufi (2010), el endeudamiento de los hogares estadounidenses entre 2002-2006 explicaría casi la totalidad de la caída en el consumo de bienes duraderos y el desempleo hasta el tercer trimestre de 2008.

[129] Alemania y Suiza son la excepción al respecto (Jordà, Schularick y Taylor, 2014).

[130] Los datos se refieren a las 17 economías industrializadas incluidas en el estudio: Australia, Bélgica, Canadá, Suiza, Alemania, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Reino Unido, Italia, Japón, Países Bajos, Noruega, Portugal, Suecia y Estados Unidos.

cartera de crédito total en 1900 al 60% actual (Jordà, Schularick y Taylor, 2014). En el caso de España los préstamos hipotecarios suponían un 15% de la cartera de crédito bancario en 1928, para alcanzar un 58% en 2007 (*ibid*.: 11). España, de hecho, encabezaba la ratio de crédito bancario sobre el PIB de la muestra (135%), seguida de cerca por Países Bajos y Dinamarca.

Planteado entonces el auge crediticio y cómo la deuda de los hogares tuvo un peso destacado, podemos entender mejor la burbuja inmobiliaria en España, una vez enmarcado el fenómeno en un contexto de expansión de la liquidez global. Una expansión de la liquidez agudizada a partir de los años setenta tras romper los límites que establecía el patrón monetario de Bretton Woods y pasar a un dinero fiduciario. Una expansión de la liquidez que a su vez aumentaba los flujos bancarios transfronterizos y hacía cada vez más ineficaces los controles de capitales, terminando por lograr la plena liberalización de los flujos financieros desde finales de los años ochenta y primeros noventa. Unos flujos financieros internacionales, a su vez, reflejados en los desequilibrios globales en las balanzas de pagos que, al mismo tiempo, hacían sostenibles unos desequilibrios mayores al hacer posible la financiación de unos déficits por cuenta corriente más abultados.

Y una expansión de la liquidez, en definitiva, que buscaba unos activos financieros seguros, insuficientes para satisfacer una demanda pujante. Demanda que presionaba entonces al alza sobre el precio de activos de capital financiados con deuda y cuya revalorización favorecía un mayor nivel de apalancamiento para obtener mayores rentabilidades. Y una innovación financiera atraída por la posibilidad de negocio de crear nuevos activos considerados seguros que pudieran atender a toda esa demanda. Es crucial tener en cuenta que el ciclo de crecimiento de la economía española entre 1994 a 2008 que se analiza en el siguiente capítulo se desarrolla en dicho escenario global.

Por último, resta plantear qué rol ha desempeñado el endeudamiento de los hogares en la expansión crediticia que caracterizó el ciclo de crecimiento en España entre 1994 a 2008. Al respecto, como veremos en el capítulo 3, diversos analistas plantean una relación entre el mayor endeudamiento de las familias, una mayor desigualdad de la renta y la evolución de los salarios reales a partir de la aparente paradoja de observar un ciclo de crecimiento impulsado por el consumo privado pese a un estancamiento de los salarios reales. La solución a esta aparente contradicción sería el endeudamiento. Una dinámica de crecimiento planteada por estos trabajos que denominaremos como “hipótesis de la

desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera". A este respecto, algunos autores como Aalbers (2008) vinculan este endeudamiento de los hogares con la compra de vivienda, cuya revalorización en el tiempo permitiría compensar el referido estancamiento de los salarios reales. Sin embargo, como trataremos de demostrar en el último capítulo, esta idea de "deuda por salarios" no se cumpliría, al menos en el caso de España.

Sí coincidimos en todo caso con el rol central que el endeudamiento de los hogares desempeña en la dinámica de crecimiento en España, y que se observa en general como patrón común al menos en las economías más industrializadas (Schularick, 2022). Una tendencia al endeudamiento privado caracterizada por Mian, Straub y Sufi (2020) como demanda impulsada por la deuda, muy especialmente la deuda de los hogares. Sin embargo, al menos en nuestro estudio de caso, planteamos una relación de funcionalidad diferente entre el endeudamiento de los hogares y la financiación hipotecaria con respecto a la dinámica general de crecimiento impulsado por el endeudamiento privado. Una relación que, como trataremos de mostrar, tiene que ver con la conexión entre la financiación de la demanda interna y el apalancamiento en los mercados internacionales de capitales ante una abundante liquidez global. Una creciente financiación exterior que permite un incremento sostenido del crédito interno. Y esto se hace posible a través de la titulización de préstamos hipotecarios como activo capaz de atraer una mayor inversión. A la vez, la transformación de préstamos en activos líquidos para los bancos impulsa a una mayor producción de los primeros para obtener una mayor liquidez que aporte una mayor rentabilidad sin aparentemente mayor riesgo. Hasta que el riesgo se hace realidad.

1.8. Conclusiones del capítulo

En este capítulo hemos expuesto los conceptos de dinero, crédito y liquidez como elementos centrales de la actividad económica. Y aunque el debate sobre la naturaleza misma del dinero ha llevado siglos, en la actualidad hay consenso en considerar el dinero como endógeno y, por tanto, que la oferta monetaria es determinada por la demanda de dinero en función de las necesidades requeridas por la actividad económica. Esta endogeneidad tiene un doble sentido, pues se refiere tanto a la oferta frente a la demanda, como a la evolución del dinero en la historia. Un breve repaso sobre su evolución y alguna de las innovaciones financieras más importantes nos ayudan a ver cómo estas son funcionales a las necesidades que fije la actividad económica en cada momento histórico. Esta evolución desde la pretendida autorregulación del patrón oro hasta el actual contexto de dinero fiduciario y liquidez global permite observar cómo todo intento de fijar un marco estable en el tiempo no ha durado demasiado. Con esto no queremos plantear ningún escenario determinista, sino que hay una tensión permanente entre fuerzas contrapuestas: de una parte, facilitar la liquidez y el crédito para favorecer la dinámica de crecimiento. Y de otra, en aras de una mayor estabilidad, limitar las posibilidades de financiación que demande la actividad económica.

En una economía donde la inversión se financia con deuda, comprometiendo con ello pagos sobre la base de unos ingresos futuros esperados que no se conocen en realidad, la inestabilidad financiera es inherente a la dinámica económica. Por su parte, como hemos podido observar, un contexto de liquidez global amplifica las posibilidades de financiación, mientras que la innovación financiera permite aumentar las posibilidades de apalancamiento que ofrece una mayor rentabilidad.

Esto resulta de especial importancia de cara a nuestro objeto de estudio, pues en la medida en que una economía tenga más acceso a esa liquidez exterior adicional a la suya (o, en sentido inverso, pueda exportar capitales para financiar el endeudamiento de otros) podrá amplificar su capacidad de crédito ante una mayor demanda para invertir en activos. En la medida en que se dé esta capacidad de financiación adicional se incrementa la capacidad de crédito, vía liquidez no básica (*noncore*), pero con eso también aumenta la fragilidad financiera de esa economía crecientemente endeudada y dependiente de financiación exterior, al tiempo que esta mayor demanda de activos presiona al alza sobre

su precio, lo que, lejos de desmotivar su demanda futura, la incrementa en un proceso de retroalimentación positiva y generación de burbujas apalancadas. Esto resulta especialmente importante en el caso de la vivienda, puesto que la financiación hipotecaria ha pasado a tener un peso relativo dominante sobre el total del crecimiento del crédito, propiciando con ello una espiral alcista de precios y demanda apalancada que derive en una burbuja hipotecaria, como sucedió en España y otros países durante su ciclo expansivo previo a la Gran Recesión.

Esta mayor relevancia del crédito a la inversión en vivienda podría estar relacionada con las particulares características de esta como activo financiero, en tanto es al mismo tiempo además un bien de primera necesidad, lo que facilita su demanda y reduce el riesgo de impago, dado que sus propietarios harán todo lo posible por no perderla. Esta mayor seguridad en la inversión, en términos de menor tasa de morosidad, en un contexto de abundante liquidez global, ayuda a explicar la dinámica de crecimiento con demanda apalancada de la economía española durante el ciclo expansivo, y la burbuja inmobiliaria que lo acompañó.

CAPÍTULO 2

RECESIÓN POR DESENDEUDAMIENTO. CARACTERIZACIÓN Y ESPECIFICIDADES DEL CASO ESPAÑOL: 1994-2008[131]

En este capítulo nos planteamos analizar la dinámica de la economía española durante el ciclo expansivo previo a la crisis financiera. Un período que caracterizamos como crecimiento guiado por la deuda privada. Tal como explicamos en el capítulo anterior, analizar los principales rasgos de esta dinámica de crecimiento resulta necesario para comprender la naturaleza y el alcance de la recesión posterior.

Según venimos planteando los dos procesos, auge y posterior crisis de la economía española, son parte de un mismo fenómeno: el binomio entre endeudamiento y burbuja de activos, amplificado por el recurso a la financiación internacional, que explica el lento proceso de desapalancamiento posterior y la consecuentemente lenta dinámica de recuperación tras la recesión.

La estructura de este capítulo será la siguiente. A modo de enlace con el capítulo anterior, y en coherencia con lo expuesto sobre el dinero endógeno en un contexto de fuerte expansión de la liquidez global y fragilidad financiera, según lo planteado por Minsky (1986, 1992) y Wolfson (2002), comenzamos por completar en el siguiente apartado los elementos que conforman nuestros referentes teóricos. De un lado, sobre la dinámica económica, nos basamos en una perspectiva que podemos denominar kaleckiana sobre el papel de la demanda en el ciclo. Por otro, respecto a los procesos de sobreendeudamiento, nos referiremos a las aportaciones de Fisher (1933) sobre la deflación por deuda, actualizadas por Koo (2011a y 2011b) en su conceptualización de la "recesión de balances".

Además, según se explica en el primer capítulo, para el caso de nuestro objeto de estudio la formulación de un marco teórico más o menos general precisa de la

[131] Este capítulo es una versión extendida de la ponencia presentada en la 12th. International Conference Developments in Economic Theory and Policy en Bilbao (25-26 junio) y que fue seleccionada para su publicación como artículo en la revista *Panoeconomicus*. Véase referencia en bibliografía: Sanabria y Medialdea (2016).

consideración de factores históricos más específicos. En el segundo apartado tratamos los rasgos característicos del proceso de integración y unificación monetaria europea, en el que se ubica la economía española. El tercer apartado trata aquellos factores específicos que se derivan de la pertenencia de España al marco europeo, en un contexto de unificación monetaria donde el país pasa de una moneda débil a otra fuerte. En el cuarto apartado nos centramos en aquellos otros elementos que corresponden de modo más concreto a la realidad económica española y su ciclo económico expansivo guiado por la deuda privada. Finalmente, el quinto apartado se dedica propiamente a la explicación del proceso de recesión por sobreendeudamiento que se gesta en la economía española e implosiona en el año 2008. Cerramos el artículo con un último apartado, donde ofrecemos nuestras conclusiones.

2.1. Recesión y sobreendeudamiento: elementos analíticos básicos

El actual contexto económico mundial invita a reconsiderar la relevancia de ciertas aportaciones teóricas que, entendemos, no han contado con la suficiente relevancia académica. En concreto, han sido necesarias las recientes experiencias de crecimiento basado en deuda, crisis financiera y recesión agravada por el desapalancamiento, para actualizar dos cuestiones teóricas básicas. La primera se refiere a la naturaleza intrínsecamente cíclica de las economías capitalistas y el papel decisivo de la demanda, especialmente de la inversión, dentro del ciclo (Keynes, 1936; Kalecki 1954 y 1971; Palazuelos y Fernández, 2008). La segunda insiste en la centralidad de la dimensión financiera en la dinámica macroeconómica, desde una perspectiva ya planteada de oferta monetaria endógena y ciclo financiero global (Rey 2015 y 2016) en un entorno de dinero fiduciario y relajación en la regulación financiera que propicia una mayor expansión del crédito con respecto al crecimiento del PIB (Schularick y Taylor, 2012) y la proliferación de burbujas apalancadas (Jordà, Schularick y Taylor, 2015b). Esta dinámica de expansión endógena de la liquidez asume un estrecho vínculo entre la creación autónoma de dinero (deuda) por parte del sistema financiero y la demanda de gasto de la economía (Moore,

1988; Wray, 1990; Keen, 2011)[132]. A partir de este doble punto de partida teórico respecto al papel de la demanda y las finanzas en el ciclo económico, en este capítulo se plantea que la naturaleza de la fase expansiva, particularmente las condiciones de sobreendeudamiento en las que se financia la demanda, es un elemento explicativo clave para entender la gestación y posterior desarrollo de la crisis en España.

Aunque sin establecer un compromiso con su literalidad exacta, concretamos nuestro marco analítico a partir de las aportaciones de Fisher (1932 y 1933) sobre la deflación de deuda[133], así como la posterior y más amplia hipótesis de la fragilidad financiera formulada por Minsky (1992). La noción minskyana de fragilidad financiera y nuestra reinterpretación del trabajo de Fisher en términos de recesión *por* sobreendeudamiento son elementos teóricos centrales del análisis. Este artículo se suma así a otras contribuciones que en los últimos años actualizan los planteamientos de Fisher y Minsky para explicar la crisis [destacan Koo (2011a y 2011b); Keen (2013); Shiller (2013); Eggertsson y Krugman (2012)[134]].

Dentro de la heterogeneidad teórica presente en los trabajos de Fisher[135], interesan para nuestro objeto sus reflexiones a la luz de la Gran Depresión estadounidense sobre el ciclo y la depresión. Aunque en 1932 ya avanza algunos elementos, es en su artículo de 1933 "La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones" donde, mediante una lista de 49 conclusiones, esquematiza una secuencia analítica que delimita una teoría del ciclo. Frente a otros factores de menor importancia destaca dos variables claves: deuda y deflación.

El análisis de Fisher sobre la recesión en un contexto de sobreendeudamiento nos parece fundamental para definir la fórmula de recesión por sobreendeudamiento en la que

[132] Nos interesa especialmente Keen (2011) sobre el papel de la deuda privada como motor de la demanda.

[133] Según explicaremos nos distanciamos del papel que Fisher otorga a la caída general del nivel de precios dentro de la secuencia recesiva. Mientras que él insiste en la pérdida del valor real de la deuda ("deflación *de* deuda"), aquí se defiende que lo más significativo es que el sobreendeudamiento arrastra a la recesión y con ella, solo quizás, también a la deflación ("deflación *por* deuda").

[134] Entre estos trabajos existen diferencias teóricas relevantes. Por ejemplo, la interpretación de Eggertsson y Krugman (2012) difiere sustancialmente de la nuestra: frente a la visión endógena del dinero se basan en la teoría de los fondos prestables, según la cual en la medida en que la deuda de unos agentes es el ahorro de otros, su nivel es una cuestión irrelevante y lo único decisivo es su distribución. Los trabajos de Koo, sin embargo, nos parecen de utilidad, en la medida en que actualizan y adaptan al contexto de la Gran Recesión los planteamientos de Fisher (1932 y 1933).

[135] Destacan su enfoque del equilibrio general, su teoría cuantitativa del dinero o sus contribuciones sobre las curvas de indiferencia.

basamos en buena parte nuestra explicación del caso español. Sin embargo, conviene explicitar que su visión sobre el papel de la deflación dentro de la secuencia recesiva nos resulta matizable y, en cualquier caso, prescindible para nuestro análisis. El planteamiento de Fisher (1933) sobre esta cuestión es el siguiente: motivados por la necesidad de pagar deuda, los agentes inician ventas masivas de activos que presionan sus precios a la baja. Pero, aunque consigan pagar parte de la deuda, tiene también el efecto contraproducente de incrementar el valor real de la deuda pendiente. Es decir, al mantener unas deudas frente a unos activos que tienden a perder valor, el peso relativo de esos pasivos aumenta. De ahí la expresiva paradoja: "cuanto más pagan, los deudores más deben" (Fisher, 1933: 344).

En coincidencia con otros autores como Wolfson (1996), consideramos que el hecho de que no se active la espiral deflacionista no invalida lo fundamental del audaz planteamiento de Fisher sobre el perverso binomio sobreendeudamiento-recesión. La clave de su trabajo, a nuestro entender, está en su explicación del tipo específico de recesión en el que puede derivar una crisis de deuda.

En síntesis, tres son los elementos analíticos que nos parecen fundamentales y rescatamos para nuestra caracterización:

i) El peso excesivo de la deuda impacta tanto sobre la posición financiera de los bancos como sobre la debilidad de demanda de los agentes sobreendeudados, claves ambos elementos para explicar la crisis;

ii) en el contexto recesivo el objetivo desesperado de sanear balances (desapalancamiento) simultáneamente entre los distintos agentes del sector privado retroalimenta de forma decisiva la recesión; y

iii) a la vez que el sobreendeudamiento agrava la recesión, la situación recesiva bloquea la capacidad de generación de renta hasta convertirse en un obstáculo para la liquidación de deuda. En definitiva, sobreendeudamiento, fragilidad financiera y debilidad de la demanda se combinan de forma perversa apuntalando una espiral recesiva particularmente grave.

Este enfoque sobre la perversa interrelación entre recesión y sobreendeudamiento parece haber influido en la conocida y muy fértil hipótesis de la fragilidad financiera de

Minsky (1984 y 1986)[136], ya comentada en el capítulo anterior. Este se pregunta si un fenómeno como la Gran Depresión podría repetirse (*Can it happen again?*), partiendo de la idea keynesiana de que una respuesta afirmativa obligaría a formular un enfoque analítico capaz de integrar la recesión como una posibilidad no excepcional, lo que de paso rompe con la noción neoclásica de equilibrio como normalidad. En ese intento, Minsky aborda la recesión por sobreendeudamiento desde una perspectiva más amplia que Fisher: abre el *zoom* para incluir en su objeto de análisis la fase expansiva del ciclo, que es donde se gestan los elementos desencadenantes de la perversa combinación recesión-deuda. El elemento novedoso y relevante para nuestro análisis es que Minsky explica cómo, durante el auge, la economía va gestando la fragilidad financiera que determinará la crisis.

En efecto, Minsky (1984) plantea, recordemos, la existencia de una tendencia intrínseca de las economías capitalistas hacia su deterioro financiero durante la expansión. Su hipótesis explica cómo, a partir de una situación financieramente sólida, las mismas condiciones que definen el contexto de crecimiento generan una situación de "euforia" proclive a exacerbar las previsiones sobre beneficios. En ese contexto expansivo, las deudas son fácilmente saldadas, lo que incita una menor percepción del riesgo[137]. Paralelamente, las expectativas sobrevaloradas sobre los beneficios esperados incitan a financiar la inversión con mayores niveles de apalancamiento que, en algún momento, se evidenciarán impagables con los beneficios que efectivamente se obtengan de las inversiones realizadas (esquema ponzi). De esta forma, el devenir ordinario de la economía fragiliza progresivamente la posición financiera de los agentes. Esta idea de fragilidad financiera entendida como desacople entre la dinámica de endeudamiento y la capacidad real de generación de ingreso es desarrollada asimismo por otros autores. Estos plantean que en una economía en crecimiento y ante unas expectativas de beneficio, el crédito tiende a superar la producción de bienes y servicios, siendo las operaciones de compraventa de activos ya existentes las que permiten financiar el endeudamiento (Schumpeter, 1934; Keen, 2011: 337). La dinámica especulativa en procesos de

[136] Otros autores más recientes también han sido influidos por esta perspectiva de Fisher y la han integrado en una visión macroeconómica más amplia (Dimand, 1997; King, 1994; Wolfson 1996). Sobre la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky recomendamos Keen (1995 y 2013).

[137] Entendido como pérdidas potenciales por encima de un resultado esperado (Vilariño, 2001: 7).

retroalimentación positiva (como vimos en el apartado 1.7.) y la formación de burbujas son, por lo tanto, el colofón de la secuencia.

Finalmente, la fragilidad sistémica acumulada se hace patente cuando algún evento, no necesariamente determinante en sí mismo, tiene capacidad de revertir esas expectativas eufóricas que sostienen el esquema de crecimiento. El cambio en la percepción sobre la sostenibilidad financiera impacta sobre las burbujas de crédito y precipita el cambio de ciclo. Tanto la idea de que son las mismas condiciones de la expansión las que gestan la fragilidad financiera, como el énfasis en que es un cambio en las expectativas lo que determina el punto de inflexión del ciclo, resultan claves, como se verá, para caracterizar el caso español.

Concluimos este repaso teórico en torno a la recesión en contexto de sobreendeudamiento reparando brevemente en los trabajos de Koo (2011a; 2011b). De entre los autores contemporáneos que recuperan a Fisher y a Minsky a la luz de la coyuntura actual, Koo nos interesa especialmente porque destaca que lo característico de las recesiones por sobreendeudamiento es que los agentes se ven obligados a protagonizar un proceso de desapalancamiento que deprime la demanda y agudiza la recesión. Así, lo que caracteriza propiamente esta situación a la que se refiere con la expresión de *recesión de balances* es que, incluso con tipos de interés muy bajos, los agentes insisten en reducir al máximo su gasto para ahorrar y amortizar deuda[138]. La clave del planteamiento es que este ahorro genera una reducción de magnitud equivalente en la demanda agregada, por lo que hay una caída de demanda, producción y renta que se corresponde con la deuda neta que se va reduciendo. Pagar deuda vuelve a ser, desde esta perspectiva, profundizar la recesión (Koo, 2011:22). En resumen, con su perspectiva de recesión de balances resalta el impacto contractivo del desapalancamiento sobre la demanda agregada en una situación como la descrita[139]. Ese mismo desapalancamiento conlleva a una trampa de la

[138] Para identificar la recesión de balances Koo analiza el déficit o superávit financiero de cada sector de la economía como % del PIB. Si el sector privado no financiero (hogares y empresas) genera ahorro, en un contexto de tipos de interés reducidos, considera que hay recesión de balances. Según esta idea Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda y España estarían o habrían estado últimamente en recesión de balances (Koo, 2011a: 25). En Koo (2011b) también incluye a Portugal. No sería, sin embargo, el caso de Grecia.

[139] Este es el motivo por el cual nos parece teóricamente sugerente el trabajo de Koo. Sin embargo, dado el objeto del presente artículo, conviene explicitar que nos distanciamos de su análisis sobre la situación específica de recesión de balances en la eurozona y las fórmulas más adecuadas para resolverla (véase al respecto, Koo (2011a: 28-31).

liquidez (Keynes, 1936; Eggertsson y Krugman, 2012), al hacer ineficaz la política monetaria convencional.

2.2. Recesión por sobreendeudamiento en el marco europeo

Los referentes analíticos explicados en el apartado anterior son necesarios pero insuficientes por sí solos para abordar nuestro objeto de estudio. Hay también factores específicos que son imprescindibles para un análisis adecuado del caso español. Algunos de ellos se derivan de la pertenencia española al marco europeo, e influyen de forma determinante tanto en el grado de fragilidad financiera alcanzado como en las dificultades específicas que afronta España para gestionar la crisis. A su análisis dedicamos este apartado.

2.2.1. Las claves de la integración europea

La economía europea, o más exactamente la eurozona, supone un espacio institucional único en la economía global. Su excepcionalidad reside en que se trata de una unión monetaria entre Estados soberanos que emiten su propia deuda pública, pero con una moneda común[140]. Esta área se inscribe a su vez dentro del marco institucional más amplio de la Unión Europea (UE).

Comencemos por caracterizar el proceso de integración europea. Tras la quiebra del patrón monetario internacional de Bretton Woods a partir de 1971 y el "no-sistema" monetario posterior –tratados en el primer capítulo (apartado 1.4.2.)–, en Europa occidental se dieron dos procesos interrelacionados: la liberalización de los flujos de capital y la integración monetaria regional. A nuestro juicio la combinación entre ambos procesos marca la especificidad europea.

[140] Históricamente, sin embargo, existen algunos precedentes, como la Unión Monetaria Escandinava (1885) o la Unión Monetaria Latina (1865), ambas con diferencias respecto a la eurozona (Kindleberger 1984). La Unión Monetaria Latina sirvió de base para los estudios sobre "áreas económicas óptimas", de Mundell (1961); McKinnon (1963) o Kenen (1969), que influirían en el proceso de unificación monetaria a partir del Informe Werner (CEE, 1970).

Por una parte, la libre movilidad de capitales fue finalmente aprobada en junio de 1988, para pasar a considerarse un derecho fundamental incluido en el acervo comunitario (Abdelal, 2009: 69). El Tratado de Maastrich (1992) reforzaría la liberalización de flujos financieros, que además se extendería a los intercambios con economías extracomunitarias.

Por otra parte, la integración monetaria era en cierta medida una consecuencia lógica de lo anterior. La inestabilidad en los tipos de cambio europeos tras el final de Bretton Woods y la creciente debilidad y fluctuaciones del dólar reavivaron el debate sobre la conveniencia de algún tipo de integración monetaria regional estabilizadora. Esta a su vez se veía facilitada y reforzada por el proceso más amplio de integración europea ya en marcha (Kindleberger, 1984: 613). El resultado fue el Sistema Monetario Europeo (SME), aprobado en abril de 1978. Con ello se constituía una zona de tipos de cambio fijos entre sus distintas monedas y una unidad de cuenta común, el ECU (European Currency Unit), para ayudar a minimizar las fluctuaciones cambiarias.

La clave de la conjunción entre plena libertad en los movimientos de capitales con un sistema de tipos de cambio fijos es que supone, en virtud de la trinidad imposible de Mundell, como ya vimos, una pérdida de control sobre la política monetaria. Esta pérdida de autonomía monetaria convivía con un alto grado de asimetría en el propio SME[141], con Alemania como su principal economía. La crisis de 1992 ilustraba claramente la hegemonía germana[142], evidenciando que aquella integración monetaria no evitaba quedar a merced de las decisiones unilaterales de Alemania. Al mismo tiempo, la falta de coordinación y compromiso compartido minaban la credibilidad del SME y su compromiso de tipos de cambio fijos. Unas dudas luego confirmadas con la salida temporal de Reino Unido e Italia en 1992.

Ante la crisis del SME, una unión monetaria planteaba dos importantes ventajas. La primera es que al pasar a compartir moneda se reforzaba la credibilidad con respecto al compromiso de sus socios con integración monetaria: no cabía mayor compromiso de

[141] Según De Grauwe (1992) su diseño pretendía configurar una integración simétrica, pero el carácter asimétrico del SME y del ECU fue patente desde el inicio. Al respecto, Kindleberger (1984) recuerda que históricamente las uniones monetarias han sido siempre hegemónicas.

[142] La atracción de fondos para la unificación, así como las subidas de tipos de interés para contener la inflación revaluaron al marco alemán, forzando al resto de países europeos a subir sus tipos de interés para intentar frenar la fuga de capitales hacia la economía germana y mantener su cotización dentro del SME. Ello no lograría evitar la salida de Reino Unido e Italia del SME, ni la devaluación de la peseta española.

irrevocabilidad en los tipos de cambio fijos que pasar a tener una divisa común. En este sentido, el nuevo referente monetario del euro se aproximaba por tanto más a un modelo de tipo de cambio fijo consolidado, ya que la nueva moneda común garantizaba aparentemente esa irrevocabilidad cambiaria. La segunda ventaja deriva de que esa unificación monetaria implica una gobernabilidad en cierto grado compartida frente a los problemas de asimetría y unilateralidad existentes con el SME. En la medida en que se comparte una misma política monetaria en torno a una divisa compartida y fuerte, se ganaría cierto margen de maniobra para la gestión monetaria, lo cual suavizaría el problema de la trinidad imposible de Mundell. Es decir, se gana en autonomía monetaria, aunque ahora en una política monetaria común, en un contexto de libre movilidad de capitales con un tipo de cambio flexible del euro. Un tipo de cambio flexible posibilitado por contar con una nueva moneda común fuerte y, por ello, más estable[143].

En resumen, por una parte, se reducen los problemas de asimetría y el poder de unilateralidad alemán, que ahora comparte votos con el resto. Y por otra, la instauración de una nueva moneda fuerte comúnmente gobernada reducía el problema anteriormente analizado de la trinidad imposible. Además, considerada en su conjunto, la unión monetaria presentaba en su balanza de pagos un saldo acreedor con el resto del mundo, lo que favorecía a priori su gobernanza.

2.2.2. Consecuencias: factores de fragilidad financiera

En definitiva, la combinación de libre movilidad de capitales y unión monetaria facilitaba la perseguida estabilidad cambiaria a la vez que mitigaba las restricciones del trilema imposible. Sin embargo, estos beneficios tienen su contrapartida en términos de condiciones que estimulan la fragilidad financiera (Aglietta y Brand, 2015: 68), amplificando los flujos de entrada de capitales, principalmente bancarios (Fernández y García, 2018), y abren la posibilidad de crisis de deuda soberana.

En primer lugar, hay que considerar, como ya fue explicado en el capítulo anterior, que la liberalización de los mercados de capitales estimula extraordinariamente la

[143] La prioridad por la estabilidad de precios al estilo del Bundesbank alemán en el diseño del Banco Central Europeo ha de entenderse, en nuestra opinión, en este contexto.

expansión del crédito externo dentro del marco europeo, abriendo así una vía adicional que amplía el crédito disponible durante la fase expansiva. En suma, el flanco externo refuerza el esquema de fragilidad financiera de Minsky añadiendo recursos a una expansión de crédito.

Adicionalmente, se dan las circunstancias para que la posibilidad de acceso a financiación externa que brinda la liberalización financiera se materialice en posiciones fuertemente acreedoras y deudoras dentro de la zona euro. Básicamente, esto se debe a la conjunción de liberalización de los flujos de capitales, inexistencia de un sistema multilateral que regule los desequilibrios en las balanzas de pagos, y crecimiento explosivo de la deuda privada en un contexto de inflación de activos.

Estos dos primeros elementos facilitan que, dentro de la eurozona, se mantenga un patrón dual de crecimiento que podríamos caracterizar esquemáticamente como *export-led* y *debt-led* (Stockhammer, 2010 y 2011; Hein, 2013; Álvarez, Luengo y Uxó, 2013)[144]. La primera modalidad se corresponde con un grupo de países con una posición financiera internacional acreedora, y con ello exportadores netos de ahorro, representados por Alemania. Estas economías mantienen políticas de control sobre la demanda interna, vía contención de los salarios reales (Pettis y Klein, 2021). Este panorama interno deprimido lleva por un lado a que se reduzca la inversión productiva como efecto kaleckiano de unas escasas expectativas de rentabilidad, lo que eleva la tasa de ahorro nacional bruto. Y de otro lado, el país registra una entrada neta de flujos financieros derivada del saldo positivo de su balanza por cuenta corriente y de capital. La demanda externa compensa la debilidad de la demanda interior. El exceso de ahorro consiguiente es invertido fuera y financia el crédito externo. De otro lado tenemos economías importadoras netas de ahorro (*debt-led*), como era España. En este caso, se registra un crecimiento importante de la demanda interna que, superando la capacidad de financiación local, recurre al capital externo. El fácil acceso a la financiación internacional, en un entorno de elevada liquidez global y bajos tipos de interés reales, facilita la expansión crediticia y la inflación de activos (que de nuevo incentiva un mayor apalancamiento financiero ante el efecto riqueza), propiciando así un impulso crediticio muy superior al del PIB nominal, según veremos más adelante, en el apartado 2.4.1.

[144] Esta denominación no debe desviar la atención del hecho de que ambas modalidades de crecimiento dependen de la deuda privada, que unos experimentan y otros financian.

En tercer lugar, el hecho de que exportadores e importadores de ahorro compartan referencia monetaria añade un factor potencialmente problemático. Las condiciones que acabamos de explicar determinan que gran parte de las burbujas de crédito generadas durante la expansión se financien con deuda foránea. Pero en este caso, la crisis de deuda externa a la que conduce la expansión crediticia es particularmente difícil de gestionar en la medida en que acreedores y deudores, que tienen un obvio conflicto de intereses, comparten la misma moneda. La crisis de gobernanza consiguiente limita de forma decisiva el margen de gestión de la crisis de deuda para los países deudores.

El cuarto factor se deriva de que la pertenencia a la moneda única puede generar que una situación de tensión con respecto a los títulos de deuda pública de un determinado Estado derive en serios problemas de liquidez, que pueden incluso desembocar en una crisis de solvencia. Pensemos que, en una situación de desconfianza sobre la deuda pública de un país, la venta masiva de bonos presionaría a la baja sobre su tipo de cambio manteniendo intacta su liquidez (al venderse esa deuda, la moneda local permanece en el país emisor). Sin embargo, en el caso de la eurozona, esta situación podría generar graves problemas de liquidez: los recursos obtenidos con la venta de bonos pueden salir del país y trasladarse a otro Estado miembro. El dinero abandonaría el país, pero el tipo de cambio del euro no se depreciaría. Es decir, las tensiones sobre la deuda pública no tendrían efectos sobre su tipo de cambio (lo que impide una depreciación y facilita las presiones especulativas), de modo que los inversores podrían apostar por la insostenibilidad de la deuda pública ante la imparable alza de los tipos de interés hasta llegar a hacer inasumible su financiación en los mercados[145]. El riesgo de insolvencia no viene determinado por el *stock* de deuda soberana, sino porque esta está emitida en una moneda que no controla. Todo ello no es más que una consecuencia de la crisis de gobernanza que, según hemos explicado, se deriva de que acreedores y deudores compartan referencia monetaria.

Por último, la inexistencia de unión bancaria en un contexto como el de la eurozona, precisamente caracterizado por el alto grado de bancarización de la financiación, así como la gran dimensión de las entidades financieras, se constituye en otro factor de fragilidad financiera adicional. Considérese que en 2011 los diez bancos más grandes de la UE por volumen de activos superaban el billón de euros (millón de

[145] Es lo que de hecho sucedió en la eurozona con Grecia, Portugal, Irlanda y Chipre (y parcialmente en España en 2012).

millones) y nueve igualaban o superaban en valor de activos al PIB de su país de origen (Liikanen, 2012: 39).[146] También por volumen de activos, seis entidades europeas superaban entonces al mayor banco de Estados Unidos, J.P. Morgan[147]. Si nos atenemos a los criterios fijados por el Financial Stability Board (FSB) para identificar a aquellas entidades con un riesgo sistémico encontramos que de un total de 29 consideradas como "instituciones financieras sistémicamente importantes", 15 procedían de la UE y de ellas 10 eran de países de la eurozona[148]. Resulta claro que esta sobredimensión bancaria con su consiguiente riesgo sistémico, unido al hecho de enfrentar una crisis en la eurozona sin unión bancaria[149] plantea un grave problema de gobernabilidad añadido a las autoridades europeas. Este factor supone un serio coste en términos de riesgo moral (*moral hazard*) e incentivo implícito a un mayor grado de apalancamiento.

2.3. La singularidad española en la excepcionalidad europea

En el anterior apartado planteábamos de manera esquemática dos modalidades básicas de crecimiento: *export-led* y *debt-led*. Ambas, recordemos, dependen igualmente del endeudamiento privado y las burbujas de activos sobre las que se asientan. La diferencia estriba en si este endeudamiento es local o foráneo. En el caso de la economía española (1994-2008) nos situamos ante un ejemplo paradigmático de crecimiento tipo *debt-led*. En este apartado se analizan los elementos específicos en que se concreta esta modalidad de crecimiento en nuestro caso. Una vez expuestos ya será posible, en el último apartado, analizar el episodio de expansión y recesión por sobreendeudamiento en este país.

[146] Según este informe, considerada la UE como un país, el porcentaje de activos bancarios sobre el PIB sería equivalente al estadounidense, con la diferencia de que no existe una unión bancaria europea.
[147] En todo caso, y como advierte Liikanen (2012: 40), los diferentes criterios de contabilidad en Europa y Estados Unidos exigen cierta cautela a la hora de realizar comparaciones.
[148] Al respecto, véase nota del FSB del 4 de noviembre, 2011: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111104bb.pdf?page_moved=1 (última revisión, 10/11/2024).
[149] La paradójica carencia de una unión bancaria en una unión monetaria incluye la falta de un fondo común europeo de garantía de depósitos. Como mostraran Diamond y Dybvig (1983), un seguro de depósitos resulta un mecanismo institucional clave para mitigar el riesgo de pánico bancario ante la fragilidad inherente de dicho sector.

2.3.1. Aguda dependencia externa

La dinámica de crecimiento española mostraba una dependencia estructural con respecto al sector externo, al menos en dos aspectos básicos: bienes de capital y financiación[150].

La primera de ellas se explica por el modelo productivo hispano, donde los ciclos expansivos necesitan de mayores importaciones, especialmente de bienes intermedios. Esto en parte se explica por la dependencia de la economía española con respecto a materias primas e insumos energéticos. Pero otra parte tiene que ver con la propia especialización productiva de su industria, que en algunos sectores clave como el del automóvil, se ubica en cadenas de valor transnacionales[151].

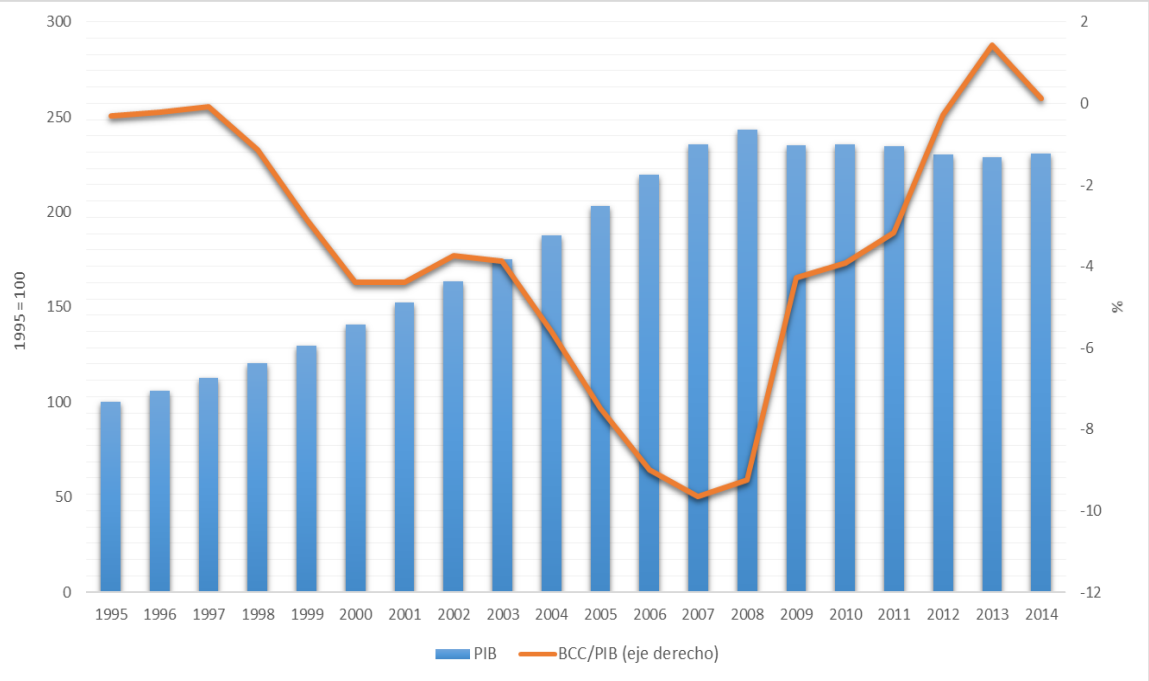
En parte, pero no solo, como correlato de esta dependencia del crecimiento español de la importación de bienes de capital aparece el segundo flanco de dependencia externa, que para nuestro análisis nos interesa particularmente: la financiera. En una economía abierta y con libertad de flujos de capitales como la española, la demanda interna no se ve constreñida por nivel de ahorro nacional, sino que puede complementar sus necesidades financieras mediante el recurso a la captación de capital exterior. Esto permite a las entidades financieras acceder a una financiación adicional, vía liquidez *non-core*, como veíamos en el apartado 1.5.2., que amplifica sus recursos para sostener un mayor volumen de crédito en el interior del país. Se trata del primer factor de fragilidad financiera que ya señalamos: la fase de euforia financiera en un contexto de extraordinaria facilidad para el movimiento internacional de capitales amplifica la expansión del crédito prevista por Minsky. El recurso al endeudamiento externo, que según veremos alcanza cotas muy importantes en la economía española, permite así propulsar la demanda financiada con deuda. Al mismo tiempo, la entrada masiva de capital propicia el alza de precios en los activos destino de tales inversiones (alimentando burbujas), lo que a su vez amplía la capacidad de endeudamiento y la demanda agregada.

[150] Una dependencia con respecto al capital foráneo también en el control internacional de la producción, especialmente en sectores productivos con mayor contenido tecnológico (Gracia y Paz, 2018: 72-73).
A partir de la recuperación tras la crisis financiera, la economía española muestra una situación novedosa, en cuanto pasa a mostrar una dinámica de crecimiento con superávit por cuenta corriente. Esto supone un cambio estructural significativo con respecto a su posición tradicionalmente deficitaria.

[151] No existe como tal una industria española de fabricación de automóviles y todas las empresas ensambladoras son multinacionales (Banyuls y Llorente, 2008).

La importancia decisiva de los recursos externos en la financiación del crecimiento español explica el desfase entre la tasa de inversión y la de ahorro[152], que se intensifica a finales de los años noventa en una primera fase, y en los primeros años 2000, después[153]. La creciente divergencia de la tasa de inversión y la de ahorro durante la fase expansiva expresa, en términos de contabilidad nacional, el déficit por cuenta corriente. Es decir, la expansión ampliada de la inversión productiva, y con ella de la demanda agregada, es posible gracias al mayor recurso a la financiación externa. Como muestra elocuentemente el siguiente gráfico, la dinámica de crecimiento de la economía española tiene como contrapartida un creciente saldo negativo en la balanza por cuenta corriente. Según se aprecia, el alivio sustancial del desfase externo solo se conseguía con la contracción de la demanda interna.

Gráfico 1. Evolución del PIB (1995 = 100) y saldo de la Balanza por Cuenta Corriente sobre el PIB (en %) 1995-2014.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI, World Economic Outlook Database.

[152] Se define la tasa de inversión como formación bruta de capital fijo y la tasa de ahorro como ahorro nacional bruto, ambas como porcentaje del PIB.

[153] Coincidimos pues con enfoques como el de Uxó, Paúl y Febrero (2011: 573) al explicar los desequilibrios corrientes a partir del comportamiento de la demanda interna.

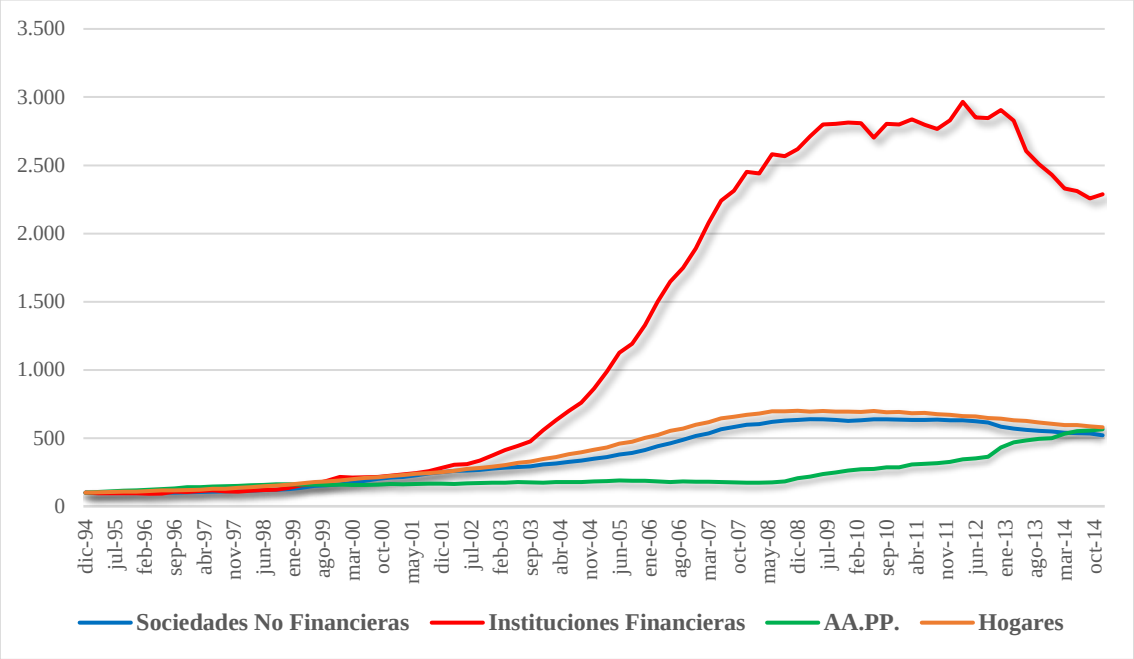
2.3.2. Fragilidad bancaria

La vinculación entre demanda interna y financiación exterior requiere de un intermediario que conecte ambas. Según afirmábamos anteriormente, y a diferencia del modelo anglosajón, la actividad crediticia europea está fuertemente concentrada en el sector bancario, con presencia dominante de entidades de gran tamaño. Este es también el caso de la economía española, orientada sobre todo a la banca minorista.

Durante el período de expansión, la conjunción entre una fuerte demanda de crédito (tasas de crecimiento interanual de dos dígitos desde marzo de 1997[154]), sumado a la enorme liquidez de los mercados financieros internacionales que permitían a las entidades un apalancamiento en liquidez, explica el vertiginoso crecimiento de las entidades financieras, que multiplican sus activos por 3,5 veces entre 1997 y 2007 (AFI, 2012: 233). El acceso a aquel enorme caudal de liquidez, reforzado luego con la llegada del euro y el atractivo que implica la eliminación del riesgo cambiario, propicia la expansión del sector. Ese fuerte crecimiento, aupado por ese apalancamiento en liquidez antes aludido, supone que la deuda de las instituciones financieras se dispare, en comparación con la evolución del resto de sectores institucionales, según ya hemos comentado y muestra el gráfico a continuación.

[154] Crédito a Otros Sectores Residentes (OSR), referido a aquel destinado a hogares y empresas no financieras. En marzo de 1997 la tasa de incremento interanual fue del 10,3%. A partir de mitad de 2005 dicha tasa rebasó el 20%. (Fuente: cálculos propios a partir de datos del Banco de España, Indicadores Económicos).

Gráfico 2. Evolución comparada (en números índice: diciembre 1994 = 100) de la deuda total por sectores económicos. Diciembre 1994-diciembre 2014.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Si damos valor 100 al volumen de deuda de cada sector en diciembre de 1994, al mismo mes de 2008 el de las instituciones financieras pasa a ser de 2.618,7 frente a 637,5 de las empresas, 700,1 de los hogares y 204,6 de las administraciones públicas. Ese crecimiento exponencial evidencia cómo las entidades financieras no crecieron mediante un mayor nivel de recursos propios, sino principalmente mediante el recurso al apalancamiento[155], haciéndose así su vulnerabilidad. Dicho de otro modo, el sector se expandió a costa de una notable fragilización financiera, tal como vaticinaba el planteamiento de Minsky: la propia dinámica de crecimiento genera una sobrevaloración en las expectativas de rentabilidad, al tiempo que se subestiman los riesgos. Tengamos en cuenta que, ante esta combinación de expectativas sobrevaloradas e infravaloración de riesgos, las entidades tienden a incrementar su apalancamiento para aumentar su rentabilidad, lo que intensifica su propia fragilidad financiera. Además, dado que su

[155] Como señala AFI (2012: 241), en el caso de las cajas de ahorros se unía a esto su configuración jurídica, que complicaba su recapitalización, lo que fue un factor añadido para aumentar su nivel de apalancamiento. Conviene precisar, no obstante, que no se trata del fracaso de las cajas frente al éxito de los bancos. Primero, porque el comportamiento entre las cajas de ahorros resultó muy heterogéneo. Y segundo, porque la situación de los bancos también resultó problemática. Un análisis detallado a este respecto en Ruiz (2016).

principal fuente de obtención de ingreso es vía prestar dinero, la expansión bancaria tiene un impacto claro sobre la fragilidad financiera general, ya que propicia el aumento de la financiación al resto de sectores económicos.

Tres aspectos agudizan adicionalmente, si cabe, los riesgos de ese proceso de fragilización financiera de las entidades españolas. Uno, su dependencia de la financiación foránea, que le hace más vulnerable ante cualquier posible *shock* externo. Según veremos más adelante, más de la mitad de la deuda que mantienen las entidades bancarias españolas estaba comprometida con el exterior. Dos, la elevada concentración de su negocio en el ámbito inmobiliario y que supuso que, en 2006, según datos del Banco de España, el 60% del crédito OSR estuviera concentrado en actividades relacionadas con la construcción y el sector inmobiliario. Y tres, una elevada interrelación entre riesgo bancario y riesgo soberano, que se explica por la conjunción de los siguientes elementos: el peso de las garantías públicas sobre las emisiones de títulos bancarios[156], el impacto de las recapitalizaciones bancarias sobre la deuda pública, y el gran volumen de deuda pública en manos de entidades financieras[157]. A su vez el riesgo soberano en la eurozona, acrecentado con la amenaza de ruptura en la unión monetaria, revierte en una mayor penalización del mercado sobre los bancos.

2.3.3. Fragilidad fiscal

Otro elemento característico del caso español reside en el flanco fiscal. En los primeros años desde su incorporación como uno de los países fundadores de la eurozona, la economía española se mantuvo dentro de los límites marcados por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento[158]. Incluso en 2005 se alcanzó superávit presupuestario por primera vez en democracia. Sin embargo, la llegada de la crisis revierte bruscamente esta situación, dando paso a la mayor crisis fiscal desde la posguerra: en 2009, el déficit

[156] Según datos de Eurostat, en 2013 el *stock* total de garantías públicas era del 18,4% del PIB, ratio solo superada por Austria (35%) e Irlanda (32,1%). Estas garantías servían para recuperar acceso a la financiación mayorista.

[157] Entre otros motivos porque, sobre todo a partir de la entrada en vigor del programa de liquidez ilimitada en diciembre de 2011 y febrero de 2012, los bancos utilizaban los títulos como colateral para acceder a la financiación del BCE.

[158] Déficit presupuestario y deuda pública del 3% y 60% del PIB respectivamente.

presupuestario alcanzó una tasa récord del 11,1% del PIB. El repentino deterioro de las cuentas públicas añadía un elemento específico que agravaría, como veremos, la recesión en España.

La crisis impacta sobre la situación fiscal, más como resultado de la caída de los ingresos que por el incremento de los gastos públicos. En efecto, aunque los estabilizadores automáticos incrementan el gasto, sobre todo como consecuencia del aumento del desempleo, la ratio gasto público sobre PIB siempre se ha mantenido por debajo del promedio europeo (Lago Peñas, 2012: 21-22)[159]. Mientras, la presión fiscal española es sustancialmente inferior a la media europea: en el período 2007-2014 se situaba ocho puntos porcentuales por debajo del promedio de la eurozona (37,1% frente al 45,1% del PIB. Fuente: Eurostat) [160].

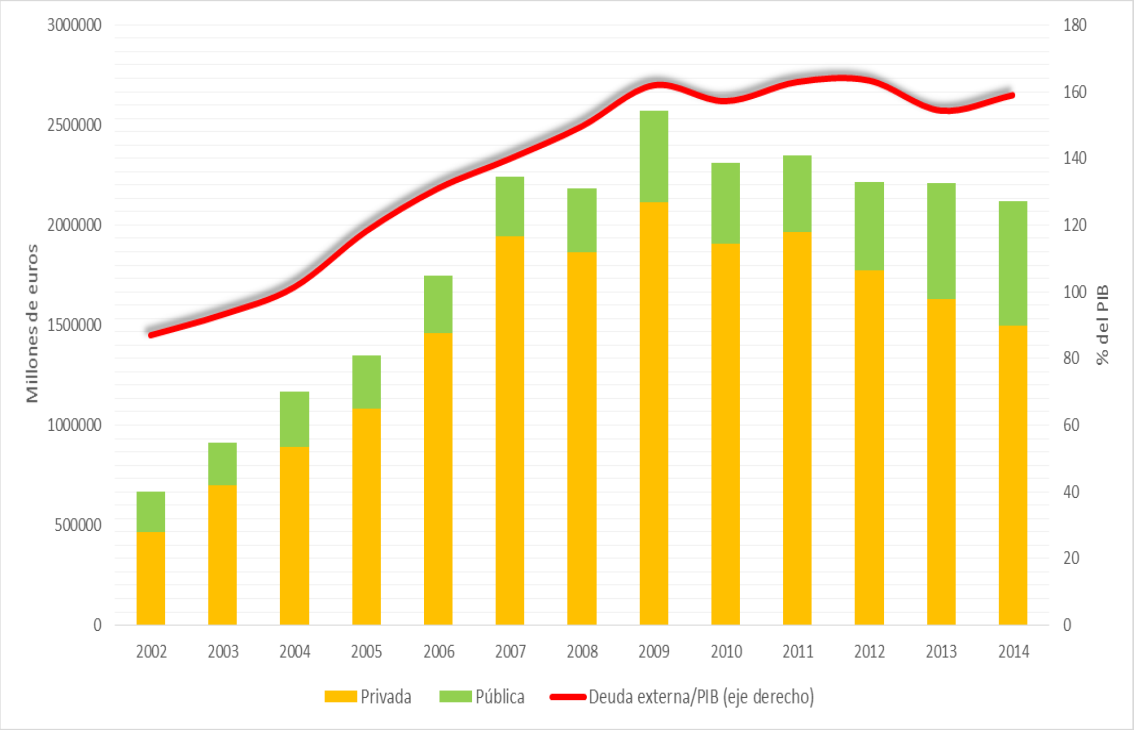
Por último, hay otro factor que contribuiría a alimentar la fragilidad fiscal de la economía española. Pese a las políticas de ajuste presupuestario iniciadas en mayo 2010, España es la única de las economías periféricas que no consiguió eliminar entonces su déficit primario: 2,97% en 2014[161]. La persistencia de resultados primarios negativos no solo alimentaba el incremento de la deuda pública, sino que, además, en un contexto de escasez de financiación interna, agudizó la dependencia financiera externa de la economía.

2.3.4. El riesgo monetario: el paso de moneda fuerte a débil

Al problema ya comentado de gobernabilidad que supone el que acreedores y deudores compartan moneda se agrega en el caso de España otra complicación: la posible reversión del proceso de integración al euro. El impacto negativo de ese posible evento amenazaba con ser todavía mayor en aquellas economías del área que, como la española, acumulaban un elevado *stock* de deuda externa.

[159] Incluso en 2012, cuando alcanza su máximo histórico hasta la pandemia por COVID-19, el gasto público español fue el 47,2% del PIB, frente al 49,9% promedio en la eurozona y el 49,3% en la UE (Fuente: Eurostat).
[160] Es sintomático que la débil presión fiscal sea un rasgo común de los países periféricos de la eurozona.
[161] Irlanda también presentó déficit primario en ese año, pero muy reducido: 0,32% del PIB (Fuente: Eurostat).

Gráfico 3. Deuda externa (en millones de € y % del PIB): 2002-2014.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Oxford Economics / Thomson Reuters Datastream.

El gráfico 3 evidencia la creciente dependencia financiera que experimentó España frente al exterior, fundamentalmente por el sector privado: en solo siete años, entre 2002 y 2009, la deuda externa del sector privado se multiplicó por 4,5 veces[162]. Este último año la deuda externa privada suponía el 82,2% sobre la deuda externa total. Mientras, el peso de la deuda externa pública sobre la total ganaría cierto peso solo a partir de la crisis ante las dificultades para la financiación interna.

Este peso tan elevado de la deuda externa privada aumentaba el coste de una hipotética salida del euro[163], puesto que su *stock* pasaría así a fijarse en lo que ya sería una divisa extranjera (el euro), frente a la cual la nueva moneda local se devaluaría con fuerza. Como consecuencia, la carga real de esa deuda externa privada se multiplicaría. Además, el efecto positivo de la devaluación quedaría al menos parcialmente anulado por el encarecimiento en la importación de bienes intermedios, como sabemos claves para la economía española. Por otro lado, el acceso a financiación internacional se vería no solo

[162] Pasó de 468.154 millones a 2.112.423 millones de euros (Fuente: Banco de España).
[163] No es el caso de la deuda externa pública, que al estar casi en su totalidad bajo jurisdicción española se convertiría automáticamente, por el principio de *lex monetae*, a la nueva unidad monetaria.

encarecido, sino dificultado también por el hecho de contar con una nueva moneda previsiblemente muy inestable, al menos a corto plazo. Es el denominado riesgo de pecado original (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2002), que eleva la necesidad de captar divisas para poder financiarse en el exterior. Por último, destacaremos el riesgo de pánico bancario (*bank run*) asociado al posible cambio de moneda y la retirada masiva de depósitos ante la consiguiente devaluación. Como evidencian la experiencia argentina de 2001 o el caso de Grecia a partir de finales de 2009, se trata de un riesgo económico de primer orden, ya que buena parte de la población ve en esos casos menguado el poder de compra de sus ahorros. Tampoco se puede descartar el bloqueo en el acceso a las cuentas bancarias, como sucedió con el corralito argentino de 2001, o el cierre bancario que también experimentó Grecia en 2015. Evidentemente este riesgo complicaría la gestión para el gobierno de turno, dado el fuerte coste político que podría acarrearle.

2.4. Sobrendeudamiento y recesión en España

Entre 1994 y 2008 la economía española experimentó su ciclo de crecimiento ininterrumpido más intenso y duradero de las últimas décadas; sin embargo, esa fase expansiva desemboca en la crisis más severa y persistente desde la posguerra. Tal y como venimos sosteniendo, ambos procesos, auge y crisis, se encuentran en realidad interconectados. En este apartado los explicamos a partir de la secuencia analítica descrita en el apartado 2 y las especificidades europeas y españolas analizadas posteriormente.

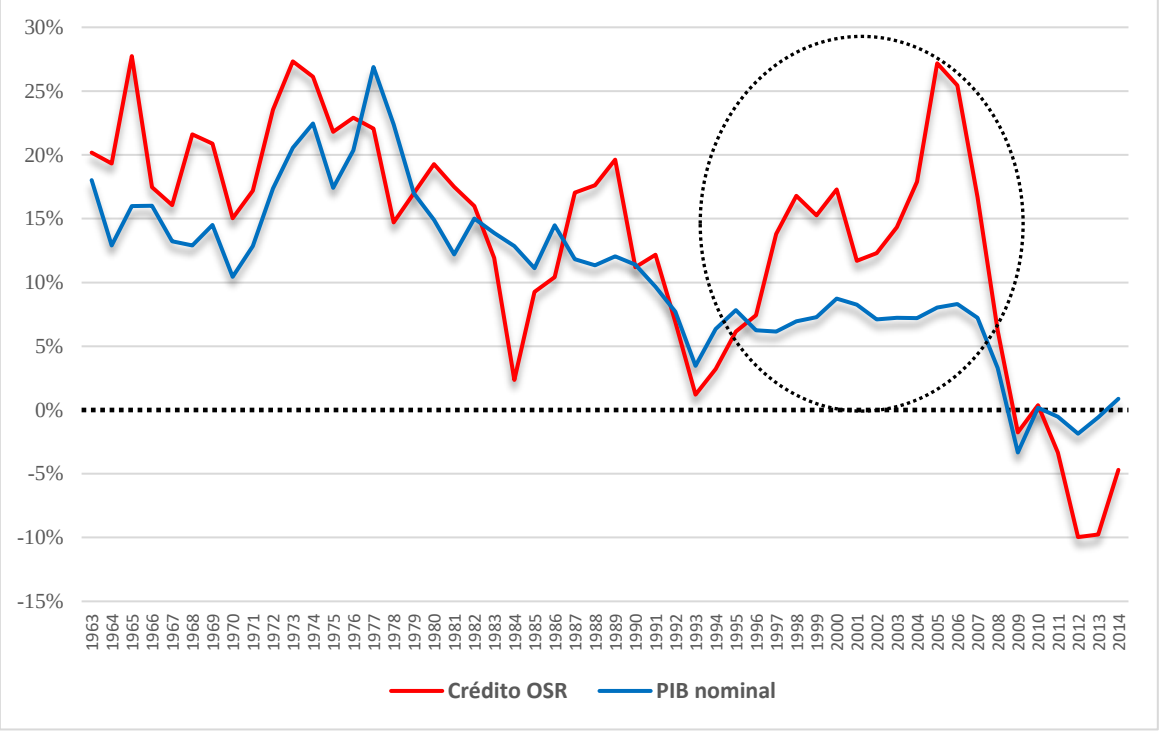
2.4.1. Un ciclo de crecimiento minskyano

El crecimiento de la economía española presenta elementos inequívocos de la fase de euforia especulativa descrita por Minsky. En efecto, en el marco de liberalización financiera y acceso a una abundante liquidez global, España agudizó su dependencia financiera externa desarrollando una modalidad de crecimiento impulsada por la deuda o *debt-led*, y que arrastra a la economía a un grado extremo de fragilidad financiera.

Según explicamos, la situación de sobrendeudamiento se hace patente en la medida en que el aumento del crédito supera sustancialmente y de forma mantenida en el

tiempo el incremento del PIB nominal. En el caso concreto de la economía española, podemos aproximar esta fase de euforia al comparar la evolución entre la tasa de crecimiento del PIB nominal con la del crédito OSR. El desfase, según indican los datos, es muy considerable: durante la fase alcista el PIB oscila estable en torno a tasas de crecimiento de entre el 5% y el 8% nominal, mientras que desde 1997 el crédito no baja de tasas interanuales de dos dígitos, superando el 20% anual a partir de junio de 2005. Este desacople podría indicar que durante la expansión hubo una financiación creciente que no se dirigía al proceso productivo, sino a la compra de activos ya existentes ante unas expectativas de beneficio (dinámica especulativa). Según se aprecia en el siguiente gráfico, lo inédito de esta fase expansiva no es tanto el incremento del crédito *per se*, que alcanza cotas en todo caso excepcionalmente elevadas, sino la gran magnitud de la mencionada brecha respecto al crecimiento del PIB nominal (Garzón, Medialdea y Sanabria, 2018: 80-82).

Gráfico 4. Evolución del crédito OSR y el PIB nominal (% variación anual).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco de España y AMECO.

Una mirada complementaria a la modalidad española de crecimiento basada en sobreendeudamiento "a lo Minsky" la obtenemos mediante el planteamiento de Keen (2011) sobre "demanda por deuda". Según este autor, la demanda total se compone del PIB nominal más el incremento de la deuda total. Por tanto, la diferencia entre esa demanda total y el volumen del PIB nos indica lo que denomina "demanda por deuda", que es aquella financiada con crédito y no con renta. Según nuestros cálculos a partir de datos del Banco de España, en el caso español la demanda por deuda había crecido de forma sostenida a partir de la segunda mitad de los noventa, pasando de suponer el 11,3% del PIB en 1995 al 26% en el año 2000, para acelerarse posteriormente, sobre todo desde 2003. De este modo, en 2006 alcanzaría un máximo del 56,9% del PIB[164]. Esta hipertrofia crediticia refleja la vigencia de lo que Minsky consideró un esquema ponzi, con una parte creciente de la deuda financiando y financiándose en desconexión de la generación de renta. Son las expectativas de beneficio sobre las operaciones de compraventa de activos las que sostienen la demanda de crédito. Según explicamos en el apartado teórico y en el primer capítulo, esta dinámica puede generar burbujas de activos, sostenidas por una capacidad de crédito completamente elástica.

En el caso español, destacamos al menos dos burbujas de activos. La primera, en los valores cotizados en Bolsa. Así, el índice IBEX-35 más que se dobla entre 2002 y 2007 (se multiplica por 2,5) y en ese último año es cinco veces el de 1995. Además, el volumen efectivo negociado en Bolsa se multiplica por 11,4 veces entre 1996 y 2007. Tanto o más significativa resulta la evolución de la ratio entre el valor efectivo y el nominal de los títulos: de una proporción efectivo/nominal de 1,7 en 1996 se alcanza el 10,5 en 2007 (fuente: INE).

Pero sin duda, la principal burbuja de activo se da en el sector inmobiliario. A partir de mediados de los años noventa, la posibilidad de obtener plusvalías mediante la compraventa de bienes raíces se dispara en paralelo al exorbitado crecimiento de sus precios: entre 1999 y 2005, el precio del metro cuadrado de la vivienda libre se incrementa un 117%[165]. El hecho de que la población residente entre 20 y 49 años, en principio el

[164] A partir de 2007 la demanda por deuda comienza a perder peso relativo muy rápidamente, de forma que en 2010 ya supone el 6,2% del PIB.

[165] Fuente: INE. Según los datos de Hypostat (European Mortgage Federation, varios años) el precio promedio de la vivienda aumenta un 115,2% acumulado durante 1996-2007. Además, según nuestros cálculos a partir de los datos sobre precios residenciales del Banco de Pagos Internacionales (BPI), la

componente fundamental de la demanda de vivienda creciera a un ritmo sensiblemente inferior en ese período (27% según datos del INE), sugiere la existencia de una dinámica de tipo especulativo donde la demanda de vivienda como bien de uso se ve subordinada a las expectativas de obtención de plusvalías.

Tales perspectivas de rentabilidad estimulan la sobreinversión en el sector. De esta forma, el excesivo peso relativo que ya tenía se intensifica en esos años, siendo de hecho el que dinamiza su elevado crecimiento: mientras la tasa de inversión total pasa del 21,5% al 30,7% sobre el PIB entre 1996 y 2007, la correspondiente al sector de la construcción, que ya era del 14,7% al inicio, escala hasta el 21,9% del PIB en 2007[166]. Es decir, aproximadamente siete (7,2) de los nueve (9,1) puntos porcentuales que gana la tasa de inversión durante la fase de crecimiento se concentran en este sector. Este sesgo inmobiliario se refleja igualmente en el destino del crédito y en la concentración de la actividad bancaria sobre dicho sector. Según ya indicamos, la sobreexposición al riesgo inmobiliario suponía un factor adicional de fragilidad financiera del sector bancario español. Tengamos en cuenta que a finales de 2007 el conjunto de actividades relacionadas con la construcción y el sector inmobiliario[167] representaban el 62,5% del crédito OSR, frente a un 47% a finales de 2000 (Banco de España, 2017: 38)[168]. De igual modo, la expansión crediticia más intensa se localizó en el ámbito inmobiliario, en contraste con el crecimiento más modesto de la industria, como evidencia el siguiente gráfico.

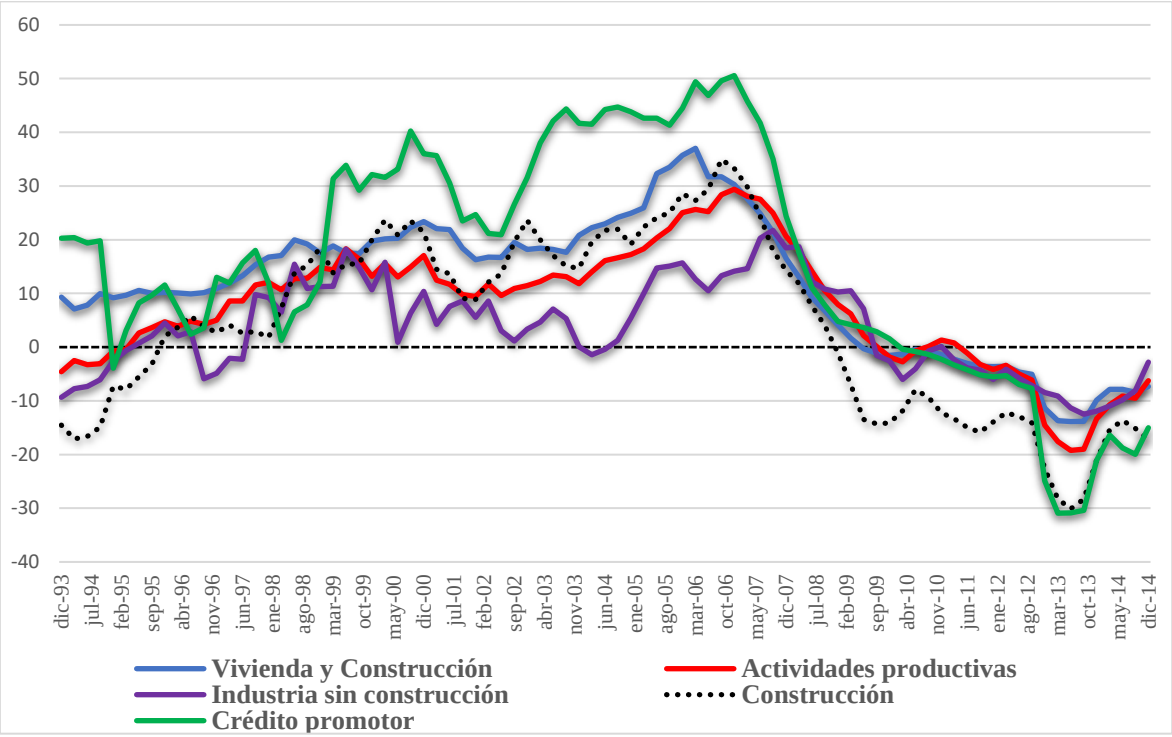
variación entre el 31 de diciembre de 1995 y de 2007 fue de un 205,4% acumulado, solo superada por Reino Unido (232,9%), Irlanda (319,2%) y Sudáfrica (450,7%).

[166] Definimos tasa de inversión como Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) sobre el PIB, ambas componentes en precios corrientes. Para la tasa de inversión del sector de la construcción incluimos la FBCF en viviendas y en otros edificios y construcciones. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Contabilidad Nacional (INE).

[167] Crédito total destinado a financiar actividades del sector inmobiliario: construcción, actividades inmobiliarias, adquisición y rehabilitación de viviendas. Como advierten García Mora *et al*. (2007: 108), esta estimación se queda corta, pues excluye el crédito indirectamente inducido por el sector inmobiliario (adquisición de muebles, electrodomésticos, etc.).

[168] Según los datos del Banco de España, a inicios de 1996 ese porcentaje del crédito OSR era del 39,5%.

Gráfico 5. Evolución del crédito OSR por destino (% variación interanual).
Diciembre 1993-diciembre 2014.



Fuente: Elaboración propia a partir de Indicadores Económicos del Banco de España.

2.4.2. Composición del sobreapalancamiento: análisis sectorial

Vista la dinámica general, pasamos a continuación a poner la lupa sobre el proceso de sobreendeudamiento para observar el comportamiento de cada uno de los sectores institucionales.

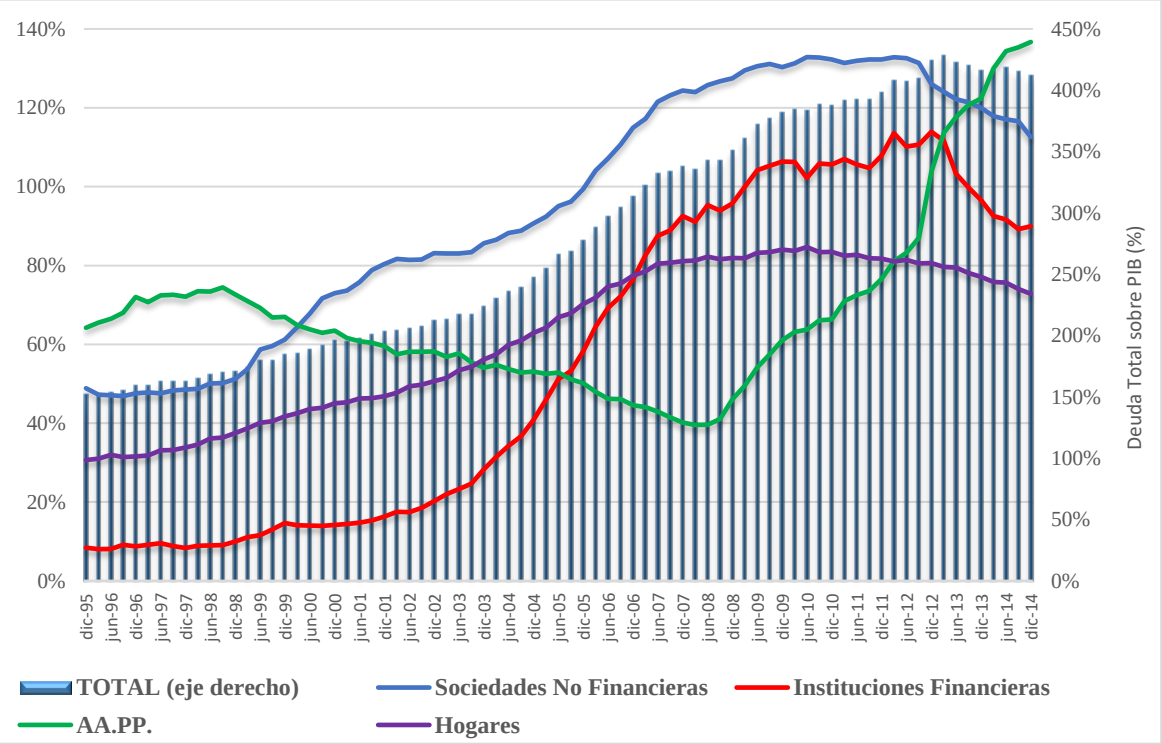
Lo primero a destacar es que durante los años de crecimiento la economía española acumula un enorme volumen de pasivos. Entre 1996 y 2007, la deuda total registró un crecimiento explosivo: de 698.958 mil millones a 3,662 billones de euros[169]. Es fundamental insistir en que, en coherencia con la saneada situación fiscal previa a la crisis, la concentración de deuda por parte de los agentes privados explica semejante

[169] Cifras de endeudamiento calculadas a partir de las estadísticas financieras del Banco de España. Salvo indicación expresa, el período de referencia comprende desde diciembre de 1995 al mismo mes de 2007.

resultado[170]. Pero no todo el sector privado se endeudó en la misma proporción. Durante el referido período la deuda de las empresas no financieras[171] y los hogares se multiplicaría por seis (6,0 y 6,2 respectivamente), mientras que la de las entidades financieras lo hizo por más de 25 (25,8). Por su parte, durante ese mismo período, el PIB nominal se multiplicó por 2,4. En definitiva, el volumen de deuda privada, sobre todo el de las entidades financieras, se disparó frente al PIB.

Este desacople entre nivel de endeudamiento y capacidad real de generación de ingresos de las inversiones financiadas con deuda, clave en el proceso de gestación de la fragilidad financiera registrado en estos años, queda claramente ilustrado en el siguiente gráfico.

Gráfico 6. Evolución del endeudamiento total y por sectores institucionales.
Porcentaje sobre el PIB (%). Diciembre 1995-diciembre 2014.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y Contabilidad Nacional (INE).

[170] La deuda pública mantiene un crecimiento muy moderado hasta el estallido de la crisis, apenas explica el 4,7% del incremento del *stock* de deuda total. De hecho, pasa del 62,2% al 42,2% sobre el PIB. Es con la recesión cuando esta comienza a crecer con intensidad.

[171] Las empresas españolas fueron las que más incrementaron su endeudamiento en toda la Unión Monetaria Europea. Durante el período 2000-2008 sus pasivos crecieron a una tasa media anual del 6,8%, duplicando la media europea (Maudos y Fernández de Guevara, 2014: 24).

Como decíamos, las entidades financieras constituyen el sector que más incrementa su nivel de apalancamiento (véase el gráfico 2), proceso que se acelera a partir del año 2003. En apenas 5 años, entre diciembre de 2002 y el mismo mes de 2007, su deuda pasa del 20,2% al 92,5% del PIB. Mientras, las empresas no financieras constituyen el sector con mayor *stock* de deuda durante la fase expansiva: pasa del 48,8% al 125,03% del PIB (de 224.317 miles de millones a 1,351 billones de euros en términos absolutos). Al término de 2007 la deuda de estas empresas explicaba más de un tercio del total (el 36,9%). Este mayor endeudamiento se dio en buena medida, como ya indicamos, por las sobreinversiones ligadas al sector inmobiliario[172]. Por último, la deuda de los hogares, vinculada sobre todo a la adquisición de vivienda[173], pasa del 30,7% al 81,1% del PIB. No obstante, conviene aclarar que su importancia relativa respecto a la deuda empresarial sigue siendo modesta, ya que en 2007 representa el 27,2% de la deuda privada y un 23,9% del total. En todo caso, y como veremos en el siguiente capítulo, este endeudamiento de los hogares tendría una relevancia clave.

Al elevado grado de apalancamiento del sector privado hay que añadir un rasgo adicional que exacerba la fragilidad financiera y que se deriva de la ya analizada dependencia financiera externa de la economía española y el protagonismo del crédito externo en su dinámica de crecimiento. Así, una parte considerable de la deuda acumulada estos años era de origen foráneo. Según nuestros cálculos a partir de datos del Banco de España, en 2008 la deuda externa suponía un 27% de la deuda total. Cabe destacar que más de la mitad de esa deuda externa era pasivo generado por las instituciones financieras españolas (54%), para quienes además el endeudamiento externo representaba más de la mitad (55%) de su deuda acumulada. Teniendo en cuenta lo ya comentado sobre el riesgo de paso a moneda débil, es fácil apreciar la fragilidad adicional que implicaba esta situación.

[172]El sector de la construcción era el más dependiente de la financiación bancaria en España: el peso de los préstamos sobre el activo total llegó a un máximo en 2007 del 36,5%, doblando el nivel del año 2000 (Maudos y Fernández de Guevara, 2014: 89). Solo entre 2000 a 2007 el crédito a empresas de construcción y actividades inmobiliarias creció a una tasa media anual acumulativa de casi el 30% frente al 12% de otros sectores (Banco de España, 2017: 38). Según datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en 2007 la deuda inmobiliaria suponía más del 40% del total de la deuda de sociedades no financieras cotizadas en Bolsa.

[173] Según datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), en 2008 el 84,1% de la deuda total de los hogares era por compras inmobiliarias: 59,4% por adquisición de vivienda habitual y 24,7% por otras propiedades inmobiliarias. [Fuente: Banco de España, 2017].

En definitiva, lo significativo es que este elevado nivel de sobreendeudamiento privado (y en buena medida externo) se sustentaba a partir de unas expectativas de ingresos futuros sobrevaloradas y, con ellas, una minoración en la valoración del riesgo. Sin embargo, una vez que dichas expectativas fuesen percibidas como irrealizables, o no alcanzasen los objetivos previstos, esa deuda se revelaría insostenible. Se trata, por tanto, de un caso que se corresponde con la hipótesis de Minsky: la fragilidad financiera se ha gestado y extremado durante la expansión.

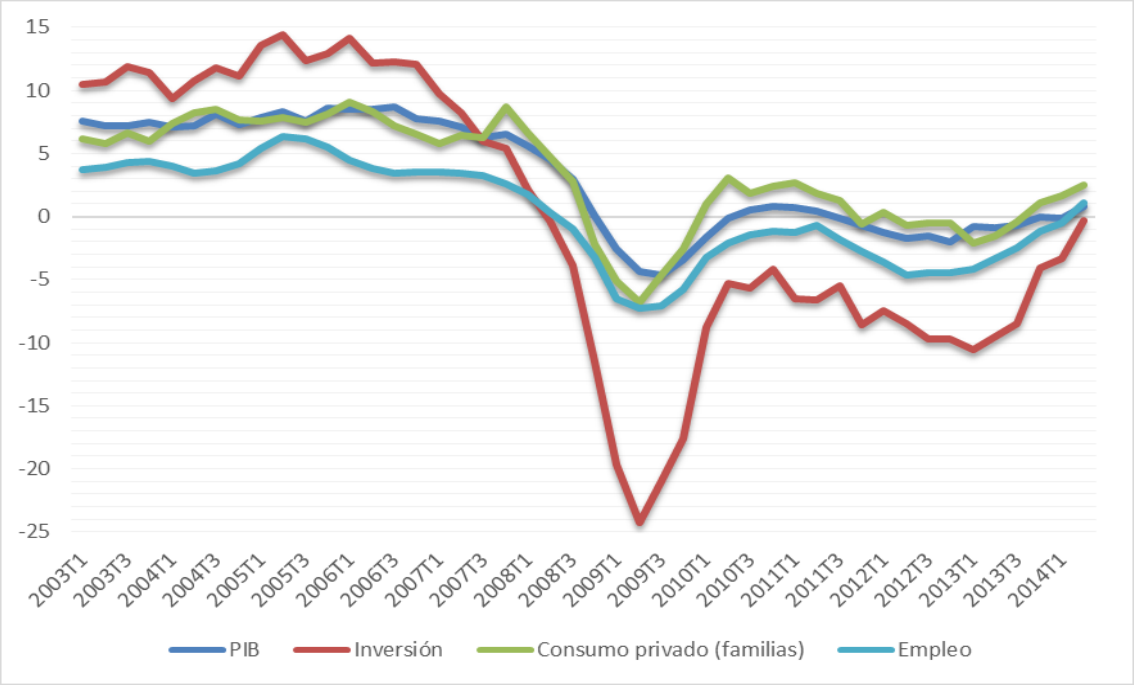
2.5. Se paró la música: recesión por sobreendeudamiento

La euforia financiera minskyana que sostiene el ciclo expansivo se ve interrumpida cuando comienzan a tambalearse las expectativas y se abren paso justificadas dudas sobre la posición financiera española. Aunque este cambio no se corresponde con un hito aislado, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, que secó los canales internacionales de crédito, dejando a la economía española sin acceso a la financiación externa de la cual dependía, juega un papel clave.

Pero a diferencia de lo ocurrido en otras ocasiones, no se trata esta vez solo de un caso de parada súbita (*sudden stop*) como los descritos por Calvo (1998). El problema es más grave y sus manifestaciones múltiples: la formación bruta de capital fijo empezó a ofrecer tasas de variación interanuales negativas a partir de junio de 2008 (-0,7%); el número de personas desempleadas y la tasa de paro comenzaban a repuntar ya desde la segunda mitad de 2007[174]; el consumo de los hogares comenzó a reducirse a partir del último trimestre de 2008 (-1,9% interanual); en 2009, por primera vez desde que hay datos (en 1962), tanto el PIB nominal como el crédito concedido registraban tasas de variación negativas (véanse gráficos 4 y 5). Por último, como muestra el gráfico 7 a continuación, la tasa de inversión comienza a ralentizarse desde 2006.

[174] El número de personas desempleadas aumenta un 2,2% interanual en el tercer trimestre de 2007 y un 6,7% en el siguiente. Mientras, la tasa de paro de 2008 sube tres puntos porcentuales en apenas un año: 11,2% frente al 8,2% de la población activa en 2007. [Fuente: Cálculos a partir de datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), del INE].

Gráfico 7. PIB, demanda privada interna y empleo (tasas de variación anual, %).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Contabilidad Nacional del INE.

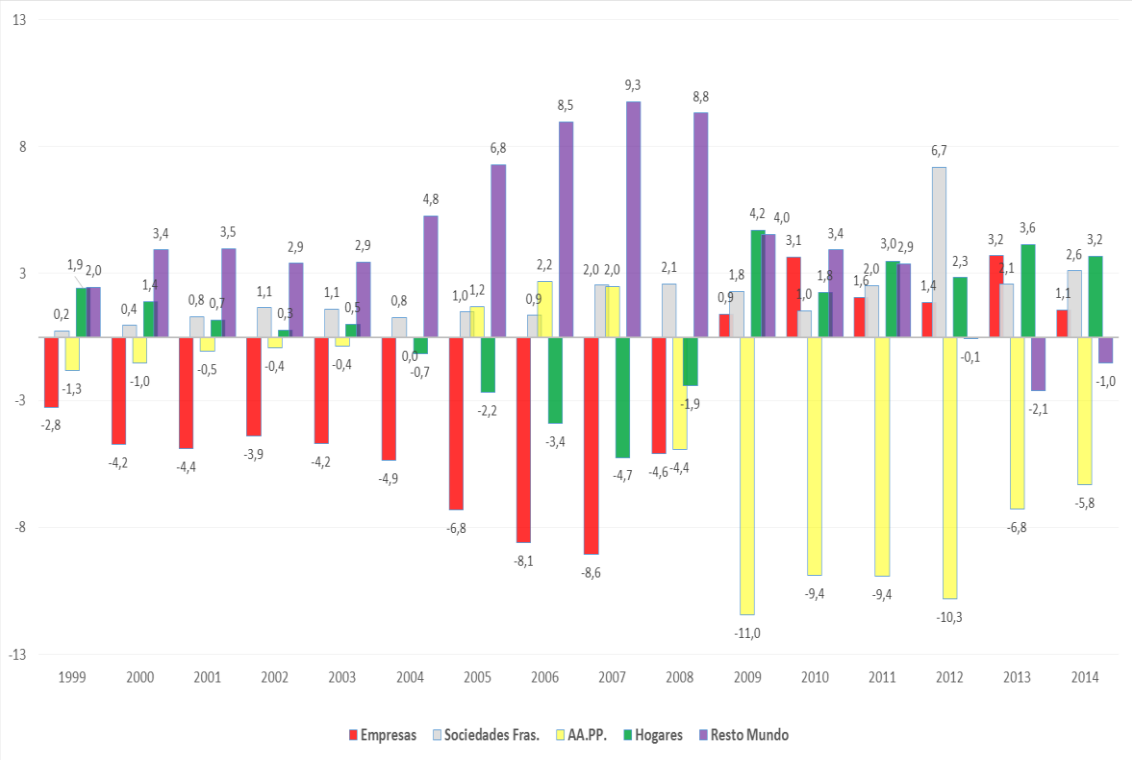
Podemos concluir, por tanto, que en pocos meses la espiral recesiva por sobreendeudamiento descrita por Fisher estaba plenamente instalada en la economía española. Sin minusvalorar la importancia de algunos factores exógenos, como la citada quiebra de Lehman Brothers o la subida del tipo de interés un 0,25% al 4,25% en julio de 2008, ya con la eurozona asomándose a la recesión[175], el principal factor determinante es endógeno: el *credit crunch* de 2008 puso en evidencia una fragilidad financiera latente y que en el nuevo contexto no podría refinanciarse. En efecto, cuando la expansión de la demanda depende de una manera tan importante de la deuda privada, apenas unos menores incrementos de crédito bastan para enfilar la recesión. Una inversión en retroceso resentida por los problemas para financiarse, destrucción de empleo, y la consiguiente caída de producción y renta en un contexto de enorme acumulación de deuda privada, son los elementos básicos que dibujarían el nuevo marco recesivo español a partir de 2009. Tal y como preveía el trabajo de Fisher, la debilidad de la demanda y la precariedad del sector financiero, ambos aspectos derivados del elevado apalancamiento, completan el

[175] Esta decisión agravó la carga financiera de los hogares, para los que el pago de intereses representaba en 2008 el 5,3% de su ingreso disponible frente al 2,3% del año 2000. (Cuerpo *et al.*, 2013: 2).

diagnóstico de una recesión por sobreendeudamiento que, además, sería aún más severa en un contexto de inflación muy reducida[176].

Para ilustrar el impacto del sobreendeudamiento privado sobre la recesión resulta útil aplicar el planteamiento de Koo (2011b) sobre la recesión de balances al caso español. En efecto, según explica, los agentes privados sobreendeudados y sin acceso a crédito priorizan la maximización del pago de sus deudas frente a gastos de consumo o inversión, lo cual deprime adicionalmente la demanda agregada. Replicando la metodología del economista coreano[177], el gráfico siguiente muestra la evolución del endeudamiento y desapalancamiento posterior en cada sector económico a partir de su saldo financiero con respecto al PIB.

Gráfico 8. Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación de los sectores institucionales (en % del PIB) 1999-2014.



Fuente: Elaboración propia a partir del INE, Cuentas Trimestrales No Financieras de los Sectores Institucionales.

[176] Como dijimos, la capacidad explicativa de la secuencia descrita por Fisher no depende necesariamente de que se registre deflación.
[177] Donde con más detalle analiza el caso de España es en Koo (2011b: 26-27).

Los datos nos muestran que el proceso de desapalancamiento comenzó en el sector privado no financiero en el año 2009, y resultó especialmente intenso en los hogares (el primero en reducir su *stock* de deuda, a partir del tercer trimestre de 2009). La intensidad y rapidez de su desapalancamiento vino dada por la presión de un mayor coste financiero de la deuda y, sobre todo, por la pérdida de ingresos ante la intensa destrucción de empleo desde 2008 (Cuerpo *et al.*, 2013: 27). El esfuerzo de los hogares resultó más acusado, dada su mayor dificultad para obtener liquidez mediante la venta de activos (el principal es un bien de primera necesidad), a lo que hay que sumar que la entrega de la vivienda como garantía hipotecaria no sirviera para cancelar el crédito (no dación en pago).

El sector financiero, por su parte, fue el más rezagado en iniciar su desapalancamiento, y no comenzaría a reducir su deuda en términos interanuales hasta mediados de 2012, aunque a partir de entonces lo hace muy intensamente (- 24,2%)[178], si bien con ayudas públicas.

Las sociedades no financieras, por su parte, comenzaron su proceso de desendeudamiento continuado a partir de mediados de 2011. Para ello redujeron su esfuerzo inversor, como apuntaba Koo, pero también, sobre todo desde 2012, realizaron despidos y recortes salariales (Fuentes Castro, 2014). Por otro lado, la reducción de la deuda bancaria, de 940 a 560 mil millones de euros entre 2008 y junio de 2014, se acompañó de un mayor endeudamiento para el mismo período con las instituciones financieras no monetarias (de 35 a 110 mil millones de euros). Según explican Bergés y Baliña (2015: 22), ese incremento de 75 mil millones se explica casi en su totalidad por la transferencia de activos tóxicos inmobiliarios de los bancos intervenidos a la SAREB[179].

Por su parte, como ya adelantamos, es ahora el sector público quien pasa a mantener importantes saldos financieros negativos, que suponen un notable incremento de la deuda pública, desde el 39,4% de 2008 al 97,7% de 2014[180]. Según explicamos, la

[178] Si comparamos el volumen de deuda máximo de cada sector, a partir del cual empieza a reducirse, con respecto al mismo dato a diciembre de 2014, el sector financiero ha sido el que más ha reducido su deuda (-24,2%). Mientras, el de las empresas es de un (-18,5%) y el de los hogares (-17,3%). Fuente: cálculos con datos del Banco de España.

[179] Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, conocida popularmente como "banco malo".

[180] Estos datos no incluyen el endeudamiento entre las distintas Administraciones. Si lo añadimos la deuda pública total sobre el PIB pasa del 46% al 135% (Fuente: Cálculos a partir de datos de Eurostat y Banco de España).

creciente necesidad de financiación ha sido consecuencia fundamentalmente del desplome en los ingresos públicos y, en menor medida, de la recapitalización de entidades financieras[181]. En todo caso, el deterioro fiscal que se deriva de la recesión, junto con el vínculo perverso riesgo bancario-riesgo soberano (véase apartado 2.3.2. de este mismo capítulo) activan el último factor latente de fragilidad financiera analizado, y que agrava la propia recesión. Dado el contexto de España como Estado miembro de la Unión Monetaria Europea, la crisis bancaria por sobreendeudamiento devino en crisis de deuda soberana, particularmente en 2012. El elevado endeudamiento privado externo, junto con el rápido incremento de la deuda pública, planteaban entonces un riesgo de salida de España de la eurozona. Esto llevó a que el tipo de rendimiento medio del bono español a 10 años en el mercado secundario rebasara, a partir de junio de 2012, el 7%, mientras que el *spread* con el bono alemán llegó a superar los 600 puntos básicos en julio de ese año, lo que amenazaba la sostenibilidad de la deuda pública española, al menos dentro de la eurozona (fuente: datos del Banco de España). Esa misma amenaza conllevó una retirada a gran escala de inversores extranjeros, con una fuga de capitales que registraría una cifra récord de 296.000 millones de euros entre junio de 2011 y 2012 (un 27% del PIB)[182], lo que ahondó la contracción crediticia, y con ella la recesión de balances.

[181] El total de ayudas públicas al sector financiero español entre 2008-2013 generó un impacto fiscal equivalente al 5,3% del PIB para el año 2013 (Maurer y Grussenmeyer, 2015).

[182] Según estimaciones del FMI. Según el Banco de España la salida de fondos total en 2012 fue de 179.221 millones de euros. Las tensiones especulativas concluyeron el 26 de julio de 2012, con el anuncio de Draghi de intervenir y hacer todo lo posible (*whatever it takes*) para sostener el euro.

2.6. Conclusiones del capítulo

El análisis realizado sobre la fase de expansión (1994-2008) y la prolongada crisis posterior de la economía española sigue la caracterización de euforia especulativa y fragilidad financiera planteada por Minsky, así como la recesión de balances de Koo como versión actualizada de los escritos de Fisher sobre la Gran Depresión. Dicha caracterización encaja a su vez con el contexto descrito en el capítulo 1, referido a la expansión de la liquidez global y los flujos bancarios transfronterizos, que permiten a los bancos apalancarse en el exterior, de manera que los flujos internacionales hacen posible sostener un mayor volumen de crédito destinado al mercado interno. Por su parte, la conjunción entre incremento del crédito e inflación de activos (en especial activos inmobiliarios) permite una espiral de retroalimentación positiva, como expusimos en el apartado 1.7., que genera una burbuja apalancada (Jordà, Schularick y Taylor, 2015b).

Tal y como avanzamos en el capítulo anterior, la relevancia del enfoque adoptado reside en que permite ampliar el campo de análisis para incluir en el estudio de la crisis el proceso expansivo previo: según se ha explicado, el patrón de crecimiento impulsado por la deuda en el sector privado es clave para explicar la posterior recesión. Auge y crisis están íntimamente interconectados, lo que invita a prestar una mayor atención a las condiciones en que se desarrollan otros posibles ciclos expansivos que pudieran darse en el futuro o en otras zonas.

A partir del estudio en este capítulo se puede concluir en consecuencia que en el caso español no consistió en un ciclo expansivo habitual, por lo que tampoco la consiguiente recesión fue una más. Se trata de una modalidad de crisis por sobreendeudamiento privado, especialmente difícil de gestionar dada la perversa combinación de recesión y lento proceso de desapalancamiento descritos. Entendemos que un diagnóstico centrado en el sobreendeudamiento acumulado durante los felices años del *boom* permitiría afrontar mejor los efectos económicos y sociales de la recesión a partir de una mejor observación de sus causas.

Del análisis aquí presentado se deduce igualmente que ni el contexto de unión monetaria europea, ni el más amplio de la UE en los que se ubica la economía española fueron en sí mismos causa de la crisis. Por supuesto, con ello no se niegan las deficiencias y distorsiones que plantea el euro en su diseño, sino que situamos el centro de atención

en la propia dinámica de la demanda impulsada por la deuda privada. Una demanda por deuda amplificada a su vez por un contexto de liberalización de capitales que exacerba los déficits y superávits externos como dos caras de un mismo problema.

Pero si el marco institucional europeo no es causa sí implica que pudo reforzar esas dinámicas vía deuda externa, así como al introducir dificultades adicionales para la gobernanza de la crisis, que se derivan del hecho de que acreedores y deudores compartieran unión monetaria. El euro surgió en su momento como una manera de reforzar la credibilidad de un acuerdo regional de tipos de cambio fijos. La crisis del euro fue por ello, en buena medida, la crisis de esa credibilidad ante las dudas de una solución común entre intereses divergentes, entre acreedores y deudores compartiendo una misma área monetaria.

Hay un último aspecto que conviene remarcar, y que permite enlazar con el próximo capítulo. Nos referimos al destacado papel que desempeñó el sector inmobiliario y la deuda de los hogares en este ciclo expansivo. Un rol no limitado solo al efecto multiplicador sobre la demanda interna de un sector intensivo en mano de obra, o del posible efecto riqueza sobre los hogares ante la revalorización de su principal activo financiero. El crédito hipotecario sería asimismo relevante porque permitiría enlazar la demanda interna de crédito con una creciente oferta, merced a la abundante liquidez global y la escasez relativa de activos financieros de bajo riesgo, tal como se comentó en el apartado 1.7. y explicaron Caballero, Farhi y Gourinchas (2008). De las consecuencias de este singular aspecto daremos cuenta en el estudio que se presenta en el siguiente capítulo.

CAPÍTULO 3

DEUDA DE LOS HOGARES Y DESIGUALDAD DE INGRESO COMO FACTORES DE FRAGILIDAD FINANCIERA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA[183]

El presente capítulo pretende hacer una aportación a la discusión existente en la reciente literatura que analiza el papel de la distribución de la renta como factor causal de las crisis financieras; más en particular, con los planteamientos que conectan el incremento de la desigualdad personal de la renta con el aumento problemático de la deuda de los hogares, al que referíamos en el apartado 1.7. del primer capítulo.

La mayor parte de estos trabajos plantea la hipótesis de que el incremento en la desigualdad del ingreso durante la etapa expansiva habría forzado a los grupos de renta media y baja a recurrir crecientemente al endeudamiento para financiar su consumo. Tal dinámica habría permitido de esta manera un crecimiento económico dinamizado por ese consumo guiado por la deuda (*debt-led*, según caracterizamos en el capítulo 2) pero también explicaría su propia insostenibilidad debido a la crítica fragilización financiera de esas familias de menores ingresos. Denominamos a este planteamiento "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera".

La secuencia descrita se ha sometido, como veremos, a un exhaustivo análisis empírico para el caso de la expansión estadounidense previa a la última crisis financiera, pero el contraste es mucho más escaso para otras economías. Por una parte, y aunque no formulan la hipótesis con tanta precisión, han proliferado trabajos que tratan de testar empíricamente la relación más general entre incremento de la desigualdad y sobrendeudamiento de los hogares para muestras más o menos amplias de países. Por otra, hay cierta literatura que podemos llamar sobre variedades de financiarización, la cual identifica la modalidad *debt-led* para las economías periféricas europeas y equipara *grosso modo* su expansión precrisis con la de Estados Unidos. En ambos casos se maneja, aunque no se confirma expresamente, la idea de que el ciclo expansivo de la economía

[183] Este capítulo es una versión extendida del artículo publicado en *Socio-Economic Review* en 2022, referenciado en la bibliografía como Medialdea y Sanabria (2022).

española que analizamos en el capítulo anterior podría ser un caso paradigmático de la citada "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera". Existe así cierto lugar común en la literatura académica que sugiere, o quizás da por hecho, que la experiencia española podría ajustarse al mencionado argumento.

En este capítulo tratamos de comprobar si efectivamente dicha hipótesis es aplicable al caso español en el ciclo expansivo 1994-2008 objeto de nuestro estudio. Más concretamente, si para este caso se cumplirían las premisas durante el período de análisis. Con ello se pretende también contribuir a completar y concretar qué papel jugarían la desigualdad de ingreso y la deuda de las familias en la modalidad de financiarización *debt-led* de esta economía. La menor disponibilidad de datos impide realizar un estudio tan detallado como los dedicados al caso estadounidense, pero la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España nos permite desagregar por nivel de renta de los hogares algunos de los datos macroeconómicos claves en la hipótesis[184].

Un segundo planteamiento, ya comentado en el capítulo 1 y que pretendemos analizar en este, es la posible funcionalidad del crédito hipotecario y el endeudamiento de los hogares como puente que conectaría el ciclo financiero y la abundante liquidez global con la demanda de crédito abastecida por las instituciones financieras monetarias. Es decir, si el crédito hipotecario para financiar la creciente inversión inmobiliaria permitiría a su vez captar una financiación exterior adicional (fundamentalmente vía titulizaciones) que permitiera ampliar la capacidad de crédito interno. Esta conexión entre oferta de liquidez global y demanda crediticia interna, en un contexto de inflación de activos y retroalimentación positiva, ayudaría a entender el proceso de sobreendeudamiento, así como su dilatada duración.

Para lograr estos objetivos el capítulo se organiza como sigue: el siguiente apartado realiza un repaso de literatura que permite entender y contextualizar la "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera".

En los apartados siguientes (segundo, tercero y cuarto respectivamente) se trata de contrastar, a partir de un análisis con datos, si durante el ciclo expansivo en la economía

[184] Aludíamos en el capítulo anterior a algunos de estos analistas, entre ellos Aalbers (2008) o Palley (2009), véase apartado 1.6.2.

española se cumplieron las premisas de la referida argumentación. Es decir, si aumentó la desigualdad de la renta en términos personales, si los hogares con menores ingresos fueron los protagonistas del proceso de endeudamiento familiar, y si ese endeudamiento se destinó principalmente a financiar el consumo. El quinto apartado analiza la relevancia que ha podido tener el crédito a la vivienda en el endeudamiento de los hogares españoles, mientras el sexto apartado observa los efectos de la fragilidad financiera derivada del mayor apalancamiento de los hogares sobre aquellos con menores niveles de renta.

Finalmente, el séptimo apartado abordará cuán central ha podido ser el endeudamiento de los hogares para la dinámica económica durante el referido ciclo expansivo, para culminar con unas conclusiones sobre el capítulo.

3.1. Aumento de la desigualdad y creciente papel de la deuda de los hogares para financiar el consumo como factor causal de la crisis: un repaso por la literatura

La literatura que vincula desigualdad, deuda familiar y crisis es previa a la Gran Recesión de 2007-2008, pero a partir de entonces el tema ha renovado su interés y dado lugar a un debate académico muy nutrido. Rajan (2010) y Galbraith (2012) abrieron la discusión, que se mantiene activa actualmente (UNCTAD, 2017; Bazillier y Héricourt, 2017; Amountzias, 2019; Perugini, Hölscher y Collie, 2015; Bordo y Meissner, 2012; OIT, 2012; Fitoussi y Saraceno, 2010; entre otros)[185].

Dentro de esta perspectiva amplia, que liga la desigualdad con la deuda de los hogares y la mayor probabilidad de crisis financieras, en este capítulo nos interesaremos por un hilo argumental más concreto: el posible vínculo entre el crecimiento de la desigualdad personal del ingreso con la fragilización financiera de los hogares debido a un creciente peso de su deuda en la financiación del consumo familiar. La "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera" se ha utilizado profusamente para explicar la experiencia estadounidense

[185] Todos ellos vendrían a confirmar el nexo entre crecimiento de la desigualdad, endeudamiento familiar y mayor probabilidad de crisis financiera. Una excepción es Bordo y Meissner (2012), que tras analizar la experiencia de 14 países desarrollados entre 1920 y 2008 rechazan lo que llaman "RKR (Rajan, Kumhof and Rancière) Hypothesis". También más recientemente Stockhammer y Wildauer (2016), basándose en la experiencia de 18 países de la OCDE entre 1980-2013, ponen en duda el planteamiento.

previa a la última gran crisis financiera (Barba y Pivetti, 2009; Rajan, 2010; Reich, 2010; Wisman, 2013; Cynamon y Fazzari, 2013; Iacoviello, 2008; Van Treeck, 2012; Boushey y Weller, 2008)[186]. La argumentación central y común de estos trabajos arranca con la constatación de una realidad aparentemente paradójica: en un contexto en el que el patrón distributivo se hace más regresivo cabría esperar un efecto depresivo sobre la demanda agregada, derivado del diferencial entre la propensión marginal al consumo de los grupos con mayor y menor renta (Kalecki, 1942; Kaldor, 1955). Sin embargo, se constata que el aumento de la concentración del ingreso previo a la última crisis financiera no conlleva la esperada pérdida de dinamismo del consumo privado que, al contrario, se convierte en motor del crecimiento. La solución a la paradoja se explicaría entonces (sobre todo) por el incremento del endeudamiento familiar, particularmente intenso para los hogares que han perdido posiciones relativas en términos de renta. En definitiva, estos trabajos proponen una secuencia que se basa, primero, en un vínculo entre el aumento de la desigualdad y el incremento del endeudamiento por parte de los hogares desfavorecidos por el patrón distributivo. Y, segundo, entre la deuda de esos hogares y la financiación del consumo que dinamizaría el crecimiento.

El grueso de los estudios se concentra en el análisis del primer nexo. Una vez comprobada la coincidencia temporal de los procesos de concentración de ingreso y endeudamiento familiar, las explicaciones que los vinculan se refieren a cómo el crecimiento de la desigualdad afecta sobre todo a la demanda, pero también a la oferta de la deuda (Van Treeck y Sturn, 2012)[187].

Respecto a la demanda, la idea central es que su aumento responde al esfuerzo por mantener/incrementar los niveles de consumo de la población, cuyas rentas están reduciéndose/estancándose (Wisman, 2013). La deuda permitiría así contrarrestar (o más bien posponer) la crisis de subconsumo a costa de un crecimiento "problemático" (Fitoussi y Saraceno, 2010)[188]. Es importante destacar que, frente a las explicaciones de

[186] Conviene destacar que también hay algunos trabajos que cuestionan la validez de tal interpretación para el caso estadounidense. Véase, por ejemplo, los mismos Cynamon y Fazzari (2015); además de Wildauer (2016) o Mason (2018).

[187] Jappelli, Pagano y Di Maggio (2013) añaden a los factores de oferta y demanda también los de tipo institucional (regulación sobre impagos, seguridad jurídica, sistemas de información sobre riesgos).

[188] La idea de que este mecanismo operó entre las familias estadounidenses en la expansión previa a la crisis es también defendida por Krugman (2009), Stiglitz (2013) o Kumhof *et al.* (2015), o más recientemente Mian, Straub y Sufi (2020).

demanda convencionales[189], el razonamiento se establece en términos relativos: los hogares se endeudan para mantener una posición relativa en términos de consumo, neutralizando así la pérdida de posiciones que sufren en términos de ingreso, en un intento de lo que se conoce como *keep up with the Joneses*, que podría traducirse como "no ser menos que los demás" (Barba y Pivetti, 2009; Wisman, 2013; Cyanamon y Fazzari, 2013)[190]. Frank, Levine y Dijk (2014) lo sintetizan acuñando el concepto de *expenditure cascades*,"cascadas de gastos": el incremento en el consumo de aquellos grupos sociales que sí aumentan su nivel de renta generaría una réplica en grupos de ingreso inferior, que se sentirían entonces forzados a asumir un mayor endeudamiento. Algunos autores explican que este proceso también conlleva tanto un aumento de la oferta de trabajo como una caída de la tasa de ahorro en estos hogares (Wisman, 2013; Van Treeck y Sturn, 2012). En todo caso, la clave de la secuencia se ubica en el aumento del endeudamiento.

Algunos trabajos complementan la explicación con factores de oferta, basándose en la idea de Milanović (2010); Kumhof y Rancière (2010); o Kumhof, Rancière y Winant (2015), según la cual el aumento de la desigualdad genera una enorme acumulación de riqueza financiera por parte de los hogares más ricos, lo que incentiva la innovación financiera y la laxitud en las prácticas del sector financiero en búsqueda de suficientes colocaciones rentables (Milanović, 2010)[191]. Este contexto redundaría en una abundante y de muy fácil acceso oferta de crédito para los hogares de menores ingresos.

Dando un paso más en cuanto a la intencionalidad del proceso, Rajan (2010); Fitoussi y Saraceno (2010), en la misma línea que Stiglitz (2013), añaden la existencia de presiones políticas a favor de que se facilite una concesión de créditos de la que depende la continuidad de las burbujas y las ganancias financieras de los más ricos. Rajan (2010) insiste en la idea de que el patrón distributivo regresivo lleva a los legisladores a impulsar medidas compensatorias para las clases medias y bajas tendentes a incrementar su acceso

[189] Nos referimos a aquellas que, basándose en la Hipótesis del Ingreso Permanente (Friedman, 1957) y en el modelo del ciclo vital de Modigliani y Brumberg (1954), sostienen que la deuda es una respuesta racional para suavizar el impacto de las fluctuaciones (coyunturales o inherentes al ciclo de vida) de los ingresos sobre el consumo.

[190] Según Van Treeck y Sturn (2012) estos planteamientos vienen a actualizar la hipótesis del ingreso relativo (Duesenberry, 1949). La conexión es también evidente con el carácter social de los patrones de consumo explicado por Veblen (1899).

[191] Aunque escapa de los propósitos de esta tesis, la idea descrita resulta sugerente al plantear un posible vínculo entre desigualdad y liquidez global.

a deuda, lo que Amountzias (2019) califica como política redistributiva a través del crédito.

Respecto al segundo vínculo, entre el aumento de la deuda familiar y el dinamismo del consumo, el desarrollo argumental resulta más escueto. Aunque se reconoce el peso de la financiación hipotecaria, el argumento que hila el endeudamiento con la fragilidad financiera de los hogares y, por ende, del crecimiento, se centra en el papel de la deuda sustitutiva de ingresos[192] y financiadora de consumo. Por tanto, el grueso de esos trabajos trata de acotar su análisis al crédito al consumo, para lo cual en el caso estadounidense es importante incorporar la parte de crédito a la que se accede con la vivienda como aval pero que se destina a financiar consumo (*home equity*[193]). Por último, además de intentar testar empíricamente la relación entre incremento de la desigualdad y financiación del consumo vía deuda, varios trabajos documentan para Estados Unidos cómo durante la expansión el proceso de concentración de renta no se replicó en términos de consumo. La mayor equidad en términos de consumo que de renta, en un contexto de intenso endeudamiento de los hogares perjudicados por el patrón distributivo, sería aparentemente la prueba de que esa deuda es clave, a la vez que origen de problemas para la dinámica de crecimiento (Barba y Pivetti, 2009; Iacoviello, 2008; Fitoussi y Saraceno, 2010; Krueger y Perri, 2006).

Como adelantamos, aunque no hay trabajos que explícitamente traten de contrastar la "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera", tal y como ha quedado planteada para el caso español, en la literatura sí sobrevuela la idea de que España podría constituir una réplica bastante ajustada de la experiencia estadounidense. De un lado, hay estudios que

[192] Algunos autores acuñan la expresión de "deuda por salario" y plantean que el endeudamiento no solo sustituye al salario directo, sino también al indirecto (gasto público social) y al diferido (pensiones) mediante recortes en servicios y prestaciones públicas, estableciendo una especie de sustitución de deuda pública por privada (Barba y Pivetti, 2009; Wisman, 2013). Por su parte, Álvarez, Luengo y Uxó (2013: 65) consideran que en un contexto de moderación salarial "solo ha sido posible mantener los niveles de consumo de la mayoría de los asalariados a costa de incrementar sus niveles de endeudamiento (precisamente frente a aquellas familias que se han visto favorecidas por la mencionada acumulación de patrimonio financiero)".

[193] El *home equity* en Estados Unidos se refiere al valor de la propiedad que ya ha sido amortizado. Es decir, se trata de la diferencia entre el valor de compra de la vivienda y el saldo de deuda aún pendiente. La parte ya amortizada de la hipoteca puede utilizarse como garantía para préstamos (*home equity loans*), acceso a líneas de crédito (*home equity lines of credit*, HELOC), o financiación con retirada de efectivo (*cash-out refinance*) para refinanciar una hipoteca existente y recibir la diferencia en efectivo. Varios trabajos intentan estimar el efecto del recurso al *home equity* sobre la financiación al consumo: Cardaci (2018); Barba y Pivetti (2009: 115-116); Debelle (2004: 25-27).

contrastan el nexo entre desigualdad y aumento del endeudamiento familiar para grupos amplios de países de la OCDE e incluyen a España en su muestra, aunque normalmente no se explicitan las conclusiones específicas respecto a este país (Amountzias, 2019; Fitoussi y Saraceno, 2010). Otros sí explicitan que el caso español confirma su hipótesis de trabajo, pero el análisis general de la muestra amplia de países impide un tratamiento específico adecuado. Por ejemplo UNCTAD (2017) considera un período de análisis que no coincide con la expansión española; Bazillier y Héricourt (2017) utilizan como indicador de inequidad el porcentaje de renta del 1% más rico, lo que ofrece una imagen incompleta de la evolución de la desigualdad de la renta durante la expansión española; Fitoussi y Saraceno (2010) enfatizan las similitudes encontradas entre España y Estados Unidos, obviando algunas diferencias importantes, como la evolución de la desigualdad en términos personales, el perfil temporal del endeudamiento o el mayor peso de la deuda inmobiliaria para los hogares españoles. También insisten en este paralelismo Christelis, Ehrmann y Georgarakos (2015), quienes exploran y comparan las características del endeudamiento de los hogares europeos y estadounidenses para concluir que el perfil español se correspondería más con el de Estados Unidos que con el del Viejo Continente.

Por otra parte, también algunos trabajos en la órbita de las variedades de financiarización, de nuevo sin una comprobación empírica específica para España, deslizan la idea de que la expansión española sería paradigmática de la relación entre desigualdad de ingreso, deuda familiar, creciente peso de la deuda en la financiación del consumo privado y crisis. Stockhammer (2013); Hein (2011 y 2013); y Lapavitsas (2013) identifican para Europa dos modelos de crecimiento precrisis, siendo el *debt-led* una réplica de la experiencia anglosajona que se habría dado en Grecia, Irlanda, Portugal y también en España[194]. Retroceso en la participación salarial sobre el PIB, índices elevados de desigualdad personal de la renta[195], déficits por cuenta corriente significativos, acumulación de deuda privada e importancia del consumo privado como factor que

[194] Desde una perspectiva teórica muy distinta, Chmelar (2013) también establece paralelismo entre el patrón de endeudamiento familiar y la dinámica de crecimiento en Estados Unidos y los países de la Europa meridional y del este.

[195] Hein (2011) sí documenta que, como veremos a continuación, la desigualdad de ingreso en términos personales no empeora, sino que mejora levemente durante la expansión en España. No obstante, como en otros trabajos que optan por el análisis de grupos de países, indicadores más disponibles para la comparación internacional como el porcentaje del top 1% de ingresos, o el hecho de que España registre índices de desigualdad estructural muy elevados, le lleva a suponer que cumple los supuestos sobre crecimiento de la desigualdad durante la expansión.

dinamiza el crecimiento, serían los principales elementos comunes que justificarían la equiparación.

No cabe duda de que hay rasgos de la economía española y de su última expansión que alimentan la idea de que la "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera" se ajustaría como un guante: la elevada desigualdad estructural en la distribución de la renta, el intenso endeudamiento y la dinámica demanda de las familias durante la expansión, así como el severo impacto financiero y económico de la crisis sobre los hogares con menores ingresos son quizás los más evidentes (Buendía, 2020; López y Rodríguez, 2010). Sin embargo, según analizaremos en este capítulo, el estudio detallado del crecimiento de aquellos años lleva a cuestionar, o como mínimo reformular, sustancialmente los términos de la hipótesis para su adaptación a la experiencia española.

A continuación, en los siguientes apartados pasamos a analizar el alcance explicativo o, en su defecto, las posibles contradicciones y limitaciones que pueda presentar la hipótesis de desigualdad de ingreso como factor de fragilidad financiera recién explicada respecto a la evidencia empírica en el caso de la economía española.

3.2. La desigualdad personal de la renta en España no aumenta durante la expansión

La secuencia causal planteada por la hipótesis de la que nos ocupamos vincula el incremento de la desigualdad de la renta durante la expansión con el mayor endeudamiento familiar. Esto se debería a que los hogares con menor nivel de ingresos no se verían beneficiados por el ciclo expansivo, e incluso podrían ver mermados sus ingresos en términos reales.

Al respecto, aunque la literatura sobre Estados Unidos se fundamenta en un aumento de la desigualdad de la renta en términos personales, la idea de que la posición (relativa o incluso absoluta) de las familias españolas de menor nivel de renta empeora durante la expansión suele apoyarse en dos ideas: una paulatina pérdida en la participación salarial en el PIB y una evolución salarial desfavorable en términos reales.

Con relación a los salarios en términos reales, estos mantuvieron en efecto una tendencia levemente decreciente durante el ciclo expansivo al menos hasta 2006, lo que denota que el aumento nominal fue insuficiente para compensar la inflación[196]. En 2007 y, sobre todo en 2008, se observa la tendencia contraria, pero esta tendría más bien que ver con un efecto composición debido a la destrucción de empleo en los niveles salariales más bajos, y no tanto por una subida real de estos.

En lo referente a la distribución funcional de la renta, la participación de los salarios en el PIB observa también una tendencia decreciente[197]. Esa caída en la participación estaría relacionada con una reducción de los costes laborales unitarios, es decir, un menor salario por euro corriente producido (Fernández, 2012: 34). Ello es a su vez combinado con la fuerte creación de empleo, que supuso que el salario unitario permaneciera prácticamente estancado entre 1994-2007. De esta manera, la cuota del capital creció al 1,2% medio anual mientras la cuota del trabajo se redujo al 0,7%

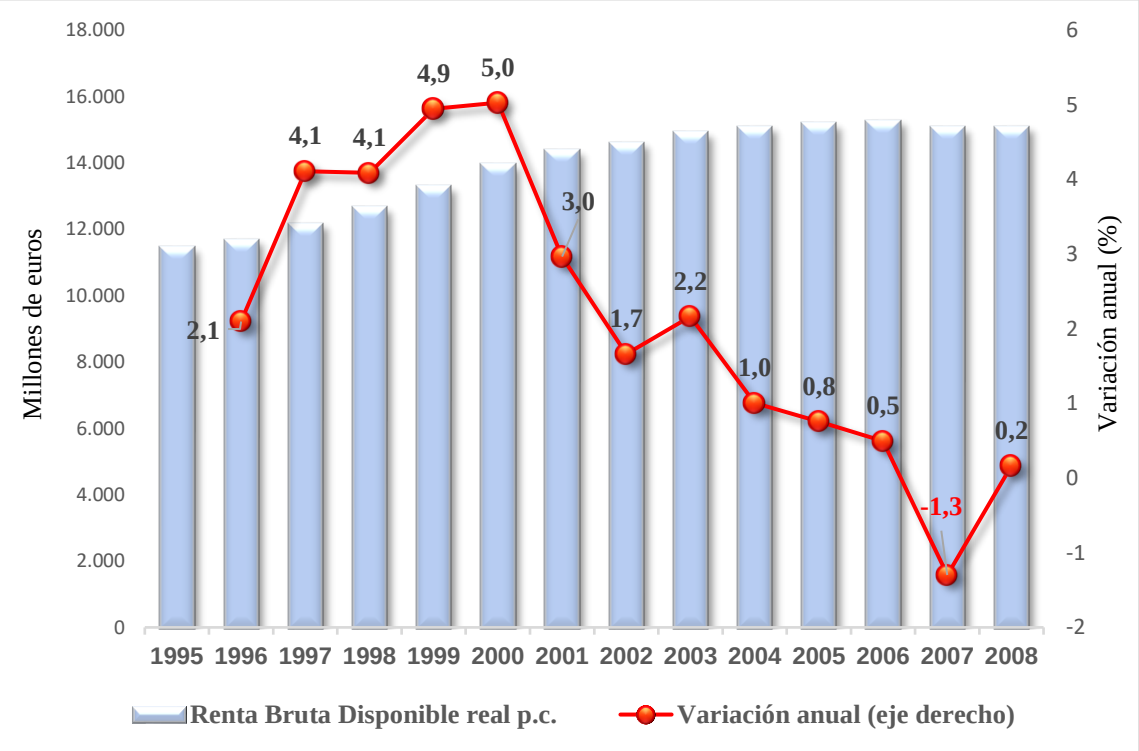
[196]Los datos sobre salarios promedio difieren según la fuente utilizada: el INE lo calcula a partir salario percibido si la dedicación fuese a tiempo completo, y sirve como fuente para otras bases de datos internacionales, tales como AMECO o la OCDE. Mientras, la Agencia Tributaria lo calcula a partir de los ingresos declarados. En cualquiera de los dos casos, la tendencia observada hasta 2006 resulta similar (véase Vicent, 2018: 148-155).

[197] La participación de los salarios sobre el PIB es en 2008 dos puntos porcentuales inferior a la de 1995 (del 65,1% al 63,1%). Pero si nos fijamos en la diferencia con respecto a 2007 (62,2%) la caída es de casi 3 puntos porcentuales. En 2008 la participación se recupera, pero debido a la caída del empleo, que mejora el salario unitario (Fuente: AMECO).

(Cárdenas, 2017: 155). En consecuencia, sí se observa una dinámica de distribución de renta a favor del capital y en detrimento del factor trabajo[198].

Ahora bien, no parece que esto tuviera el reflejo esperado en términos de equidad personal durante la expansión. En primer lugar, hay que partir del hecho de que el retroceso, tanto de los salarios medios reales como de la participación de la masa salarial sobre la renta total, convive con un incremento sostenido de la renta real que perciben los hogares (en los que puede confluir más de un salario). Si observamos la evolución de la renta per cápita disponible de los hogares en términos reales vemos que muestra tasas de crecimiento positivas durante todo el período expansivo, a excepción de 2007.

Gráfico 9. Renta bruta disponible real per cápita (en millones €) de los hogares y variación anual (en %). 1995-2008.



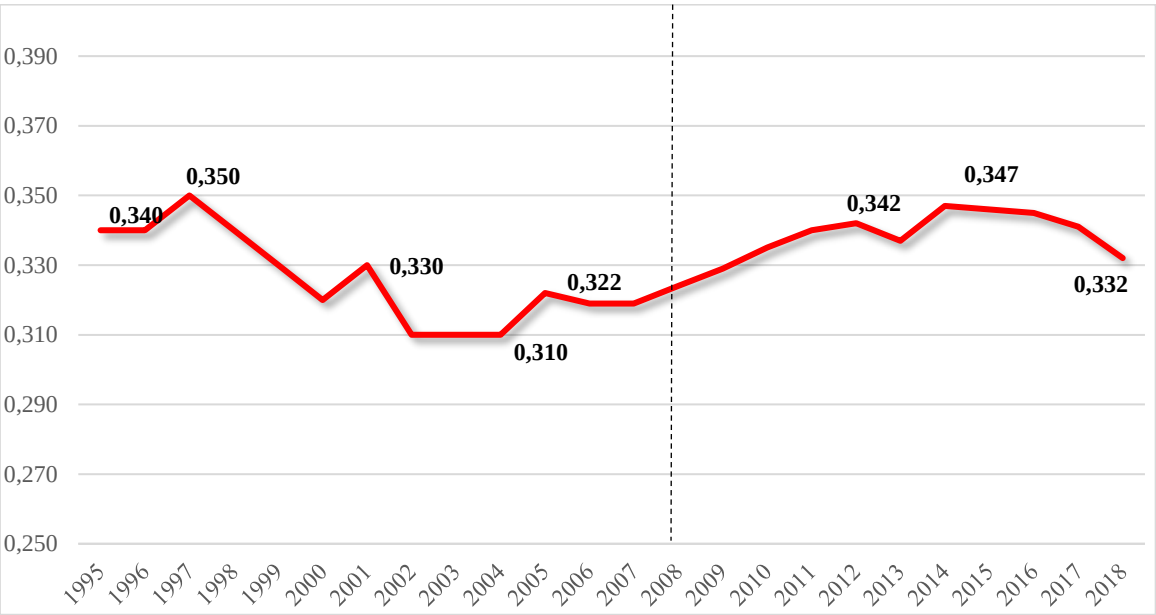
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

[198] Este deterioro en la distribución funcional de la renta es también observado en Buendía, Molero-Simarro y Murillo (2018: 124-134). Estos autores señalan que, si bien hubo una disminución en la desigualdad de la renta durante el ciclo expansivo, propiciada por la creación de empleo, esta empeoró en términos de relación capital-trabajo.

Además, si reparamos en el reparto de la renta en términos personal y familiar se constata que durante la expansión española la equidad no empeora, sino que mejora levemente[199]. Según recoge la literatura de referencia basándose en distintas fuentes, partiendo de una situación estructural de elevada desigualdad de la renta, durante el período de expansión no se registran cambios muy significativos (Ayala, 2016).

A partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF), Ayala (2016) calcula un índice de Gini prácticamente estable: entre 1990 y 2007 pasa de 0,305 a 0,303. Con datos de Eurostat (véase gráfico 1) se aprecia también una corrección leve de la desigualdad: el índice pasa de 0,340 a 0,324 de 1995 a 2008. El proceso, como puede apreciarse, se revierte bruscamente a partir de la crisis.

Gráfico 10. Coeficiente de Gini sobre el ingreso en España (1995-2018).



Nota: año 2003 sin dato disponible.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Según señalan distintos indicadores, esta leve mejora de la igualdad se debe a un avance en la posición relativa del grupo con rentas más bajas, sin grandes cambios en la posición relativa del resto. Ayala afirma que durante la expansión hay un avance de la

[199] En el caso de la desigualdad de patrimonio se observa el mismo comportamiento: el nivel de partida es estructuralmente alto, pero en la época expansiva, debido al efecto de la subida de los precios en el patrimonio inmobiliario (proporcionalmente más importante sobre el total de patrimonio de los grupos con menos patrimonio), la desigualdad se reduce.

posición relativa del decil de menor renta que coincide con una pérdida (menos importante) en la participación del decil superior. Por ejemplo, a partir de datos de la EPF podemos calcular la ratio entre la renta de los deciles superior e inferior en términos de renta para constatar una mejora entre los extremos de la distribución: pasa de 7,7 en 1990 a 6,1 en 2007.

La tabla 1, que aporta datos de participación de deciles sobre el total de renta, confirma esta idea: la ratio entre la participación del Q90/Q10 mejoró de 12,5 a 9,7 entre 1995 y 2008[200]. Como la reducción de la desigualdad se explica por la mejora de ese primer decil, según se amplían los deciles analizados el avance en equidad se diluye: el 20% de población con más renta disminuyó muy poco su renta en comparación con la del 20% con menos ingreso (Q80/Q20) y pasaría de tener 5,9 a 5,6 veces más.

Tabla 1. Participación de la renta por deciles en España (1995-2008).

	1995	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
1 decil	2	2	2	2	3	3	3	2,6	2,5	2,4	2,4	2,5
2 decil	5	5	4	5	4	5	5	4,7	4,6	4,6	4,7	4,6
3 decil	6	6	6	6	6	6	6	5,9	5,8	5,8	5,8	5,8
4 decil	7	7	7	7	7	7	7	7,1	6,9	7,0	6,9	6,9
5 decil	8	8	8	8	8	8	8	8,3	8,1	8,2	8,1	8,0
6 decil	9	9	9	9	9	9	9	9,5	9,4	9,5	9,5	9,3
7 decil	11	10	10	10	11	10	11	10,9	10,8	10,9	10,9	10,8
8 decil	13	12	13	13	13	12	12	12,6	12,7	12,7	12,7	12,5
9 decil	16	15	16	16	15	15	15	15,1	15,4	15,2	15,4	15,4
10 decil	25	26	26	25	25	25	25	23,3	23,8	23,7	23,6	24,2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (SILC survey).

Otros indicadores también son coherentes con la idea de que el extremo inferior de la población mejoró su posición relativa en términos de ingresos durante estos años. Según la EPF, el número de personas en hogares en los que la fuente de ingreso principal son subsidios o prestaciones (por desempleo o sociales) regulares baja del 3,19% al 1,82%. Aunque muy levemente, la cantidad de personas que viven en hogares en los que se declara tener muchas dificultades para llegar a final de mes también se redujo, de un

[200] Estos resultados son coherentes con estudios más detallados, como el de Bonhomme y Hospido (2012), donde a partir de datos de la Seguridad Social y la Encuesta Continua de Vidas Laborales se aprecia una reducción de la desigualdad salarial en la ratio Q90/Q10, especialmente en varones y vinculado en buena medida al auge del empleo en el sector de la construcción. El aumento, tanto en términos de empleo como salariales, contribuyó a la reducción de la desigualdad entre 1997-2007. Sus resultados coinciden cualitativamente con otros previos, como los de Izquierdo y Lacuesta (2012) o Pijoan-Mas y Sánchez-Marcos (2010).

10,35% a un 10,23%[201]. Por otra parte, según la Encuesta de Población Activa (EPA), durante la expansión también se reduce el porcentaje de hogares sin ingresos, alcanzando el mínimo en el cuarto trimestre de 2006 con un 2,19%.

En conclusión, a pesar de la merma en la capacidad adquisitiva de los salarios medios reales y de la pérdida de peso relativo de las rentas del trabajo durante la expansión, no se aprecia que esto conllevara a un deterioro en la distribución de la renta en términos personales. Esta aparente paradoja se explicaría por el intenso ritmo en la creación de empleo, fundamentalmente en niveles salariales más bajos (en parte asociado con el sector construcción), lo que habría permitido que los hogares con menor renta mejorasen su posición relativa dentro del total. Asimismo, este fuerte crecimiento de la ocupación permitiría compaginar un salario real debilitado con un incremento de los ingresos reales de los hogares, presumiblemente al aumentar el número de nóminas en la unidad familiar.

3.3. Endeudamiento de los hogares: aumenta mucho pero no especialmente en grupos de renta baja y media

Al igual que en el caso de la economía estadounidense[202], y según adelantamos en el capítulo anterior, el gran crecimiento del endeudamiento familiar es característico de este proceso de expansión: en España la deuda de los hogares con respecto al PIB crece de manera sostenida desde finales de los años noventa hasta 2009, tal y como mostraba el gráfico 6, en el apartado 2.4.2.

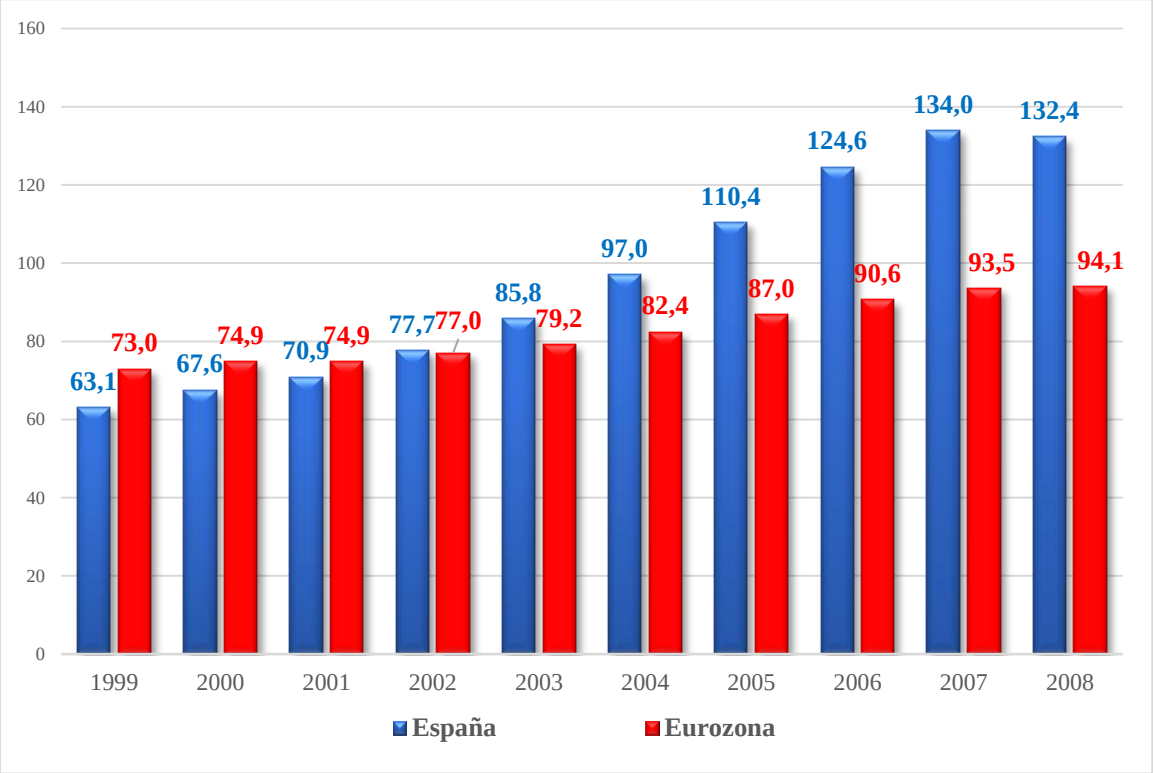
La fase de expansión entre 1994 a 2008 observa un notable incremento en la deuda de los hogares, tanto en términos de su renta como del PIB. Con respecto a este último, la tasa de deuda de los hogares se duplica entre 1999 y 2008, al pasar del 40% al 82%, según datos del Banco de España. Ahora bien, este peso de la deuda crece más y es aún mayor si lo medimos en términos de la renta disponible de los hogares: el pasivo total de

[201] Cálculos propios a partir de datos de la EPF (base 1997) del INE.

[202] Como constatan Jordà, Schularick y Taylor (2014, 2015a, 2015b y 2016) entre otros, este proceso ha sido generalizado en las economías occidentales desde la segunda mitad del siglo XX y se explica en buena medida por un intenso aumento de la deuda hipotecaria. Esta supone hoy día, en promedio, tres quintas partes del balance bancario en las economías desarrolladas (véase apartado 1.7.).

las familias durante el referido período pasa del 63% a un 132% de su renta bruta disponible. Una de las ratios en ese momento más elevadas de la UE, según datos de Eurostat.

Gráfico 11. Deuda bruta de los hogares sobre renta bruta disponible (en %). España y eurozona. 1999-2008.



Nota: 1999 es el primer año con datos disponibles.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Si recurrimos a la información que facilita el Banco de España en su Encuesta Financiera de las Familias (EFF) observamos que en estos años la deuda de los hogares aumenta, tanto porque lo hace la proporción de familias que tiene algún tipo de deuda como porque el valor medio de tales pasivos se incrementa.

Como se observa en la tabla 2 a continuación, ambos procesos se registran en general para el conjunto de familias, a excepción precisamente del grupo de menos ingresos, que reduce el valor mediano de su deuda. Hay que resaltar que, a diferencia de lo ocurrido aparentemente en Estados Unidos, ninguno de los dos procesos es más intenso

en los hogares de ingresos bajos y medio-bajos. De hecho, las familias de los cuatro primeros deciles de renta pierden participación sobre la deuda total[203].

Tabla 2. Distribución del endeudamiento según nivel de renta de los hogares.

	Valor mediano de la deuda (miles € de 2014)			% de familias con deuda			Participación por grupos (%)		
	2002	**2005**	**2008**	**2002**	**2005**	**2008**	**2002**	**2005**	**2008**
todos los hogares	29,1	37,8	40,1	43,6	49,6	50	100	100	100
percentil de renta									
menor de 20	12,9	7,2	11,8	15,7	18,8	16,2	3,1	1,3	1,9
entre 20 y 40	18,3	20,7	24,7	37,6	42,4	42,3	10,4	8,7	10,2
entre 40 y 60	27,9	30,8	41,3	49,4	58,8	63,6	20,9	17,9	25,5
entre 60 y 80	30,8	49,1	41,7	54	62	61,6	25,2	30,2	25,0
entre 80 y 90	33,9	57,2	49,9	58,1	66,4	67,9	14,9	18,8	16,5
entre 90 y 100	52,2	72,3	66,4	64,2	64,4	65,1	25,4	23,1	21,0

Fuente: elaboración propia a partir de EFF. Banco de España (varios años).

En primer lugar, al analizar la distribución de las familias endeudadas vemos que, entre 2002 y 2008, la proporción de hogares con algún tipo de deuda sobre el total se incrementa 6,4 puntos porcentuales para el conjunto (este pasa del 43,6% al 50%). Pero en los dos primeros deciles de renta esta proporción se incrementa de forma muy leve (pasan del 15,7% al 16,2% en esos años), mientras en los dos siguientes deciles lo hace por debajo del conjunto de familias (suben 4,7 puntos porcentuales, mientras que el promedio crece 6,4 puntos porcentuales). Asimismo, en un contexto en el que el valor mediano de la deuda registra, en general, grandes incrementos (para el conjunto de hogares aumenta casi el 37,9%), en el 20% de hogares con menos ingreso se reduce, mientras que el correspondiente a los deciles 3 y 4 vuelve a crecer, esta vez ligeramente,

[203] Hay que advertir que la única fuente de datos que nos permite relacionar endeudamiento familiar con nivel de renta de los hogares en España es la EFF, que ofrece los datos en términos familiares en vez de personales. La correspondencia con la evolución de la renta en términos personales (en la que se basan casi todos los indicadores de desigualdad manejados en el apartado anterior) no es exacta. Depende de cómo varíe el tamaño medio familiar en cada grupo de renta.

por debajo del promedio. Consecuentemente, el 40% de hogares con menos renta pierde participación sobre el total de deuda, del 13,5% en 2002 al 12% en 2008[204].

Gráfico 12. Participación de hogares en el total de la deuda (%).

Fuente: elaboración propia a partir de EFF. Banco de España (varios años).

Por tanto, como ilustra este gráfico, no puede decirse de ninguna forma que el endeudamiento se haya concentrado especialmente en aquellos hogares de menor renta. Más bien los datos indican que el endeudamiento más intenso en estos últimos años del ciclo expansivo se concentra en los hogares con niveles medios y medio-altos de renta. Con gran diferencia, los deciles que más incrementan la proporción de familias endeudadas y el valor de sus deudas son el quinto y el sexto, ganando en conjunto casi 5 puntos porcentuales de participación sobre la deuda total. El siguiente grupo de hogares con mayor avance es el correspondiente al noveno decil, mientras que los deciles 7 y 8, en conjunto, mantienen una participación estable.

En todo caso tampoco puede establecerse como regla general que la intensidad del proceso de endeudamiento se incremente con la renta a todos los niveles: los hogares del último decil aumentan tanto el peso relativo de los que tienen deuda y como su valor mediano por debajo del promedio, por lo que pierden participación (véase gráfico 12).

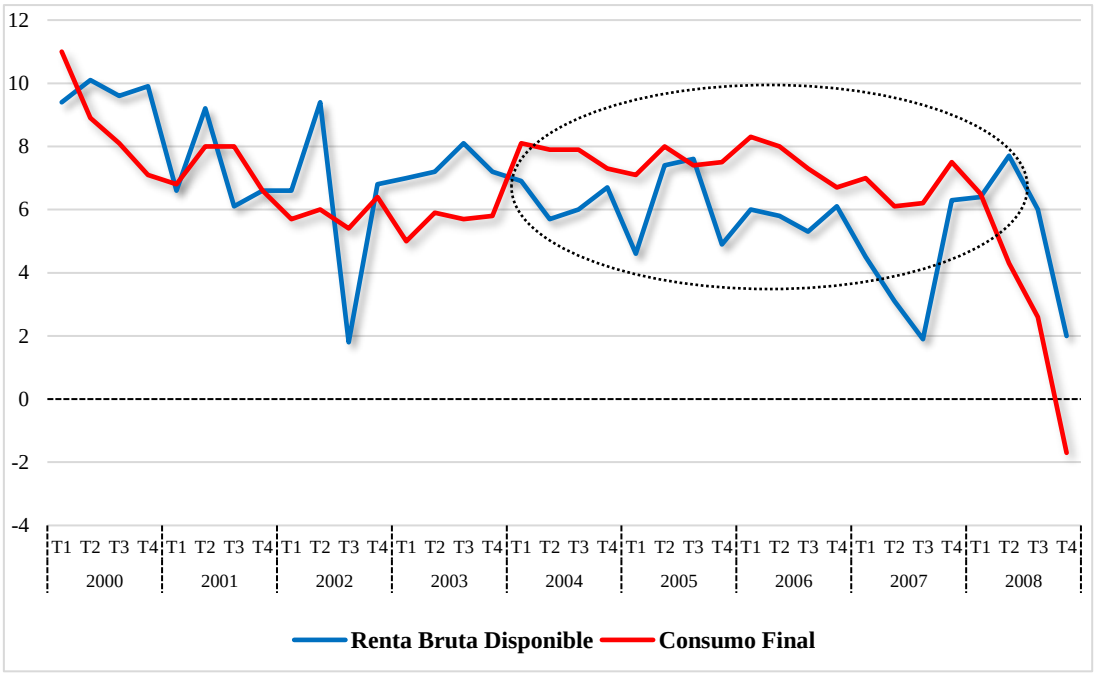
[204] No hay un consenso sobre qué deciles se corresponden con los niveles bajos, medios o altos de renta. Para nuestro análisis adoptamos el criterio de UNCTAD (2017), que distingue entre el 40% de población con menos renta, el 50% intermedio y el 10% superior.

3.4. Consumo: no explica el elevado apalancamiento de los hogares ni crece tanto durante el ciclo expansivo

El tercer eslabón de la secuencia que plantea la hipótesis es que las familias de menor renta, ante la supuesta pérdida (ya sea relativa o absoluta) de poder adquisitivo, financian crecientemente su consumo con deuda. La comprobación para el caso español encuentra en esta ocasión serias limitaciones debido a que no existen datos disponibles de crédito al consumo, gasto en consumo final o ahorro por niveles de ingresos de los hogares. No obstante, los datos disponibles permiten atisbar debilidades importantes en este planteamiento.

Para empezar, conviene poner en relación cómo crecieron en esos años la renta y el consumo de las familias. Al respecto, según se aprecia en el gráfico 13 vemos que, tomada la fase expansiva en su conjunto, el crecimiento del consumo de los hogares no crece en términos generales por encima de lo que aumenta su renta disponible. Sí sucede ese mayor crecimiento del consumo que de la renta entre 2004 a 2008, pero no parece representativo para un período tres veces más prolongado.

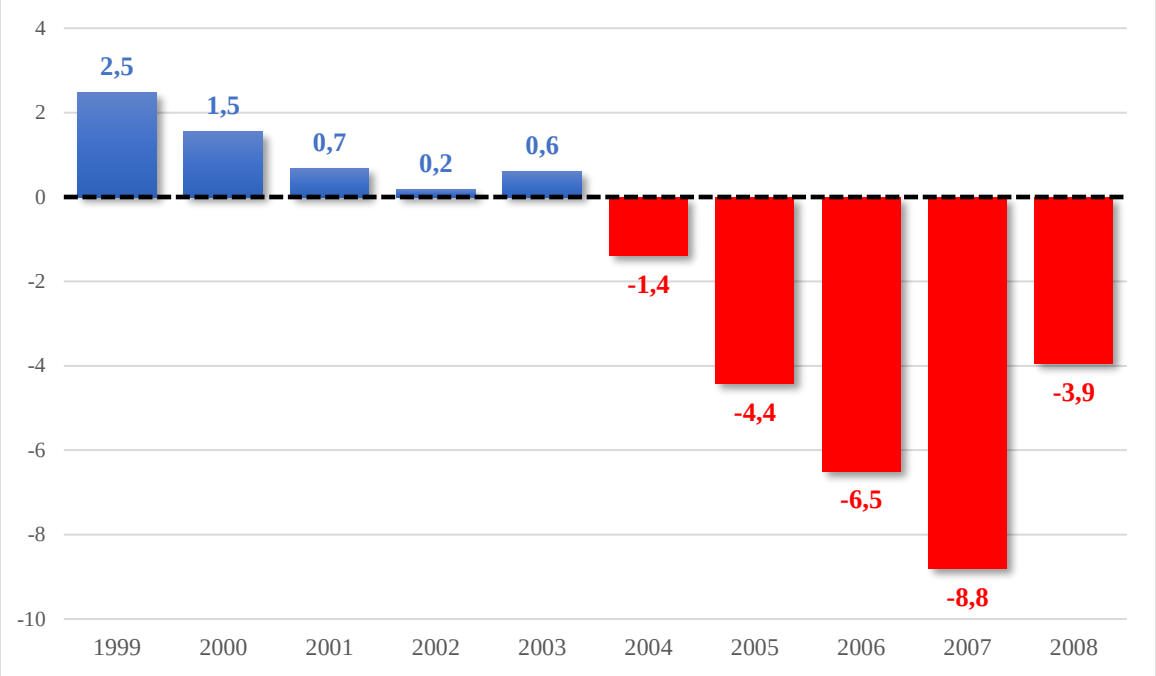
Gráfico 13. Renta disponible bruta y consumo final de los hogares.
Variación interanual (en %).



Fuente: INE. Cuentas Trimestrales No Financieras de los Sectores Institucionales (CTNFSI).

Además, es precisamente en esos cinco años donde los hogares muestran una necesidad neta de financiación, tal como muestra el gráfico 14 a continuación. La conclusión aparente sería relacionar ambos hechos. Es decir, el mayor crecimiento del consumo que de la renta durante ese margen temporal se expresaría en una necesidad neta de financiación, agravando así su proceso de endeudamiento hasta llegar a la crisis, en 2008.

Gráfico 14. Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación de los hogares.
% Renta Bruta Disponible.



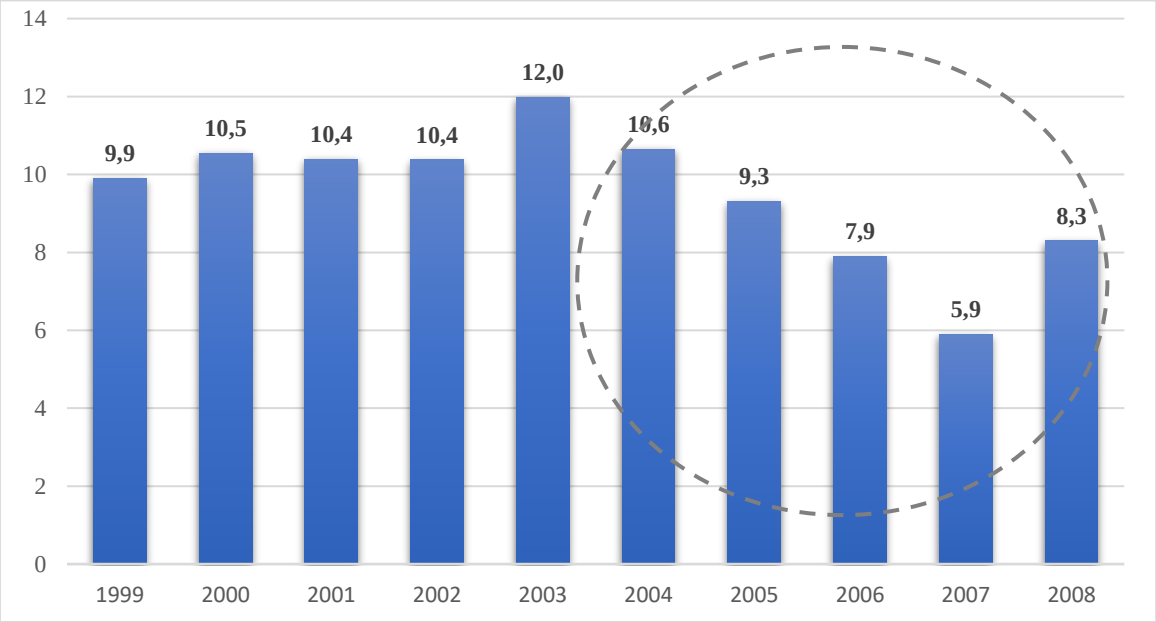
Fuente: INE. Contabilidad Nacional de España. CTNFSI.

Pero tal argumento resulta erróneo. Primero, el mayor auge del consumo que de la renta no implica necesariamente un mayor recurso al endeudamiento para tal fin, sino un menor nivel de ahorro bruto[205], tal como expresa el gráfico 15. El consumo durante ese subperíodo no supera a la renta disponible en términos agregados. Los datos acumulados de renta disponible y consumo final de los hogares entre 2004-2008 indican que el consumo representa en torno a un 92% de la renta[206]. La reducción del ahorro en

[205] En términos de Contabilidad Nacional, el ahorro bruto de los hogares es igual a la renta bruta disponible más la variación en fondos de pensiones menos su consumo final.
[206] Cálculos a partir de datos de las CTNFSI, del INE.

períodos de expansión económica es algo normal y no puede reducirse solo al comportamiento del consumo. En el caso que nos ocupa se observa que la tendencia decreciente del ahorro viene desde los años sesenta, lo que indica una naturaleza más estructural que cíclica (Laborda, 2007: 12).

Gráfico 15. Ahorro bruto / Renta disponibles hogares (en % RBD).



Fuente: INE. Contabilidad Nacional de España. CTNFSI.

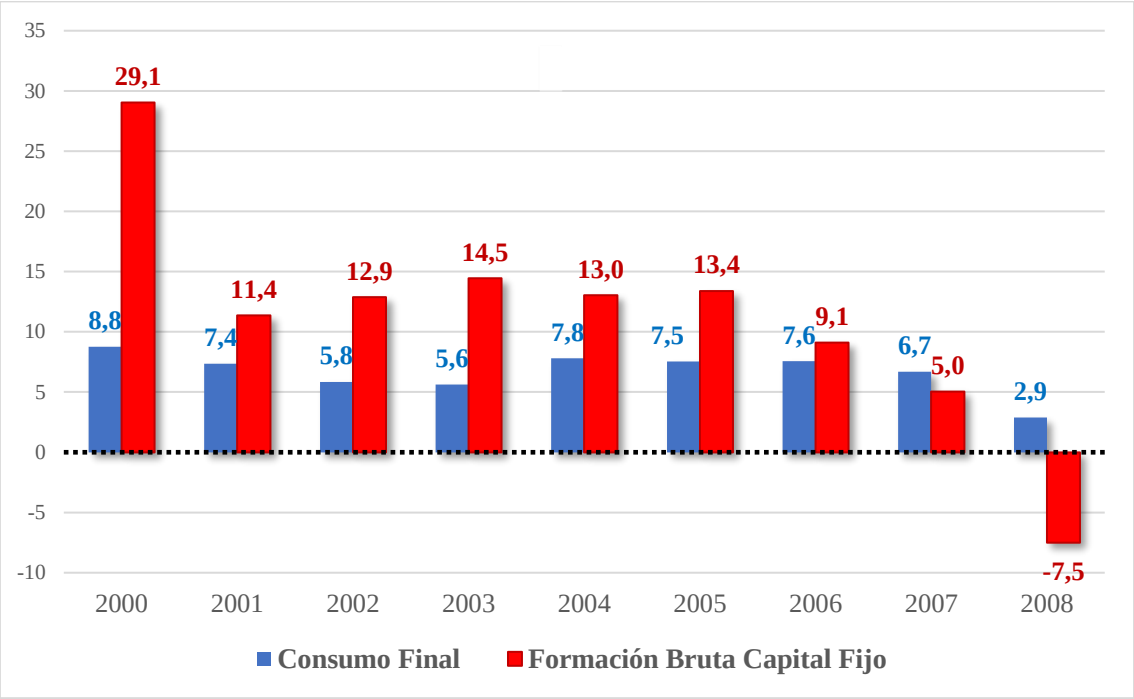
Y segundo, la vinculación aparente malinterpreta en realidad los datos expresados en el gráfico 14. La capacidad o necesidad neta de financiación (el ahorro financiero) expresa la diferencia entre los recursos de capital de los hogares con respecto a su inversión[207], fundamentalmente destinada a la compra de vivienda. Por tanto, lo que causa esa necesidad neta de financiación de las familias es su mayor inversión inmobiliaria con respecto a los recursos de capital disponibles.

Es precisamente la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) el componente más dinámico de la demanda familiar durante el ciclo expansivo, como se puede apreciar en el gráfico 16 a continuación. Un componente de la demanda, la inversión, más dependiente a su vez de financiación ajena que el consumo.

[207] De modo más preciso es el ahorro bruto más las transferencias netas de capital menos la formación bruta de capital fijo de los hogares. Cierto es que los recursos de capital (tanto ahorro como transferencias netas) decrecen entre 2004-2008. Pero durante ese margen temporal la inversión de los hogares fue superior a la suma de ahorro bruto y transferencias netas (en 2007 no eran ni la mitad que la inversión familiar para dicho año).

Gráfico 16. Consumo e inversión de los hogares, 2000-2008.

Tasa de variación anual, en %.



Fuente: INE. Contabilidad Nacional de España. CTNFSI.

En consecuencia, un mayor crecimiento de la inversión, más dependiente a su vez del crédito, tiene un mayor peso relativo frente a los préstamos al consumo, que de hecho ven disminuir su participación sobre la financiación total familiar. De este modo, aunque en términos absolutos sí crece el crédito al consumo, su peso relativo sobre el total de financiación a los hogares pasa de un 17,3% en diciembre de 1997 hasta un 11,7% en el mismo mes de 2008[208]. En definitiva, la parte relevante del endeudamiento en los hogares está en la inversión, básicamente inmobiliaria, y que para 2008 representa casi el 80% de la financiación de las familias.

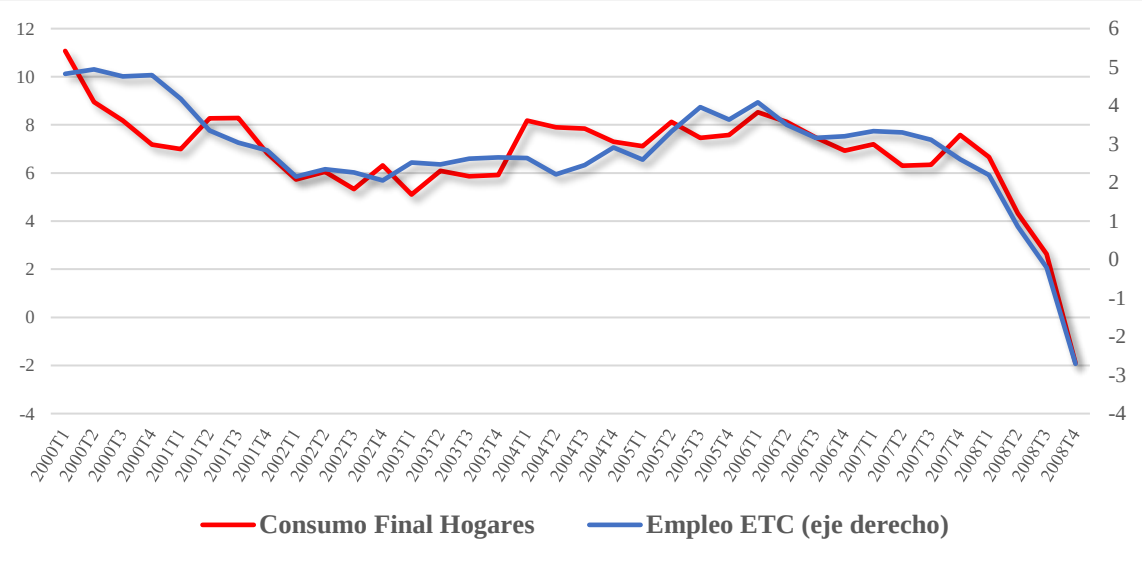
Frente a la idea de "deuda por salarios", en el sentido en que el crédito al consumo trataría de compensar un menor nivel de poder adquisitivo al estancarse o caer incluso el salario en términos reales, la evidencia sugiere más bien que el crecimiento del crédito al consumo viene fundamentalmente explicado por la evolución positiva de la renta y el empleo[209]. Esta idea, además, es consistente con la evolución de la distribución de la renta

[208] Fuente: cálculos propios a partir de datos del Banco de España: OIFIM, Préstamos y Créditos a las Familias.

[209] Así lo indican también OCDE (2018: 22-25), Comisión Europea (2019: 40-41).

expuesta en el primer apartado. De hecho, y aun careciendo de datos desagregados, no parece pues aventurado plantear que el mayor consumo por parte de los hogares habría venido impulsado por la creación de empleo, especialmente intensa entre los menores niveles de renta y que muestran una mayor propensión al consumo[210]. En el siguiente gráfico comprobamos que, efectivamente, empleo y consumo de los hogares tienen una evolución visiblemente acompasada.

Gráfico 17. Empleo (equivalente a tiempo completo) y consumo final de los hogares. Variación interanual (%).

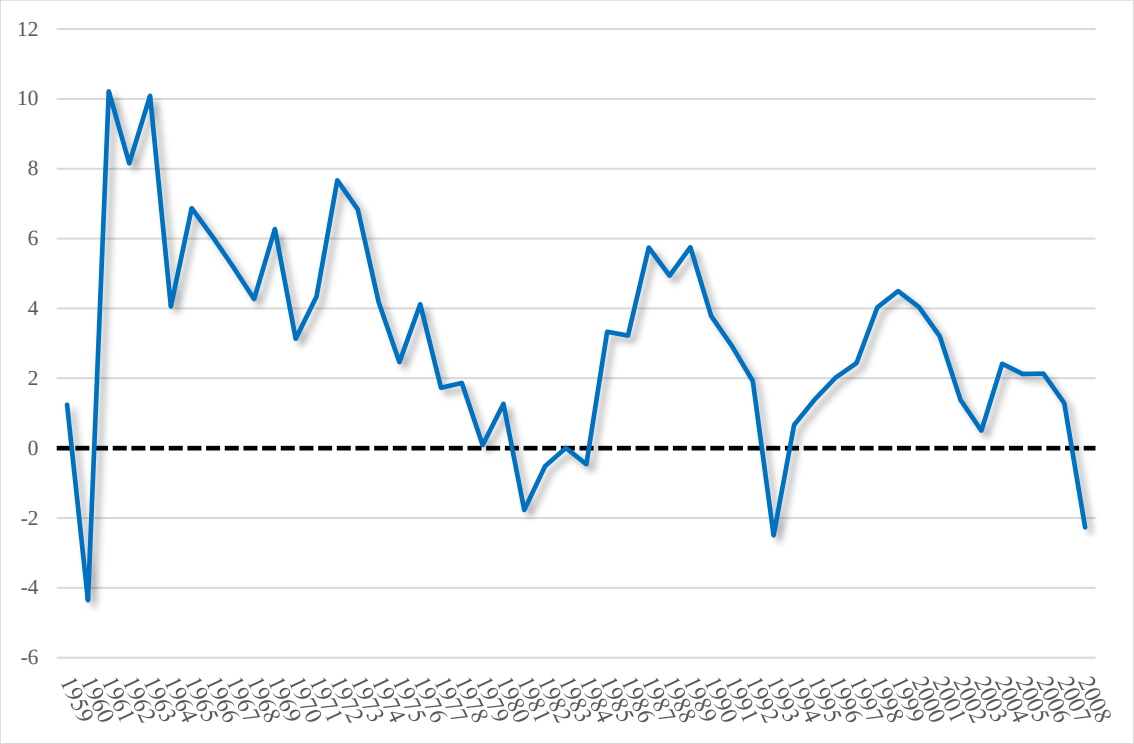


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

Una última consideración sobre el supuesto rol atribuido al crédito para el consumo como factor clave de impulso económico desde la demanda. Si el ciclo expansivo concitó la mayor burbuja de crédito registrada y la deuda para consumo tuvo la relevancia que algunos autores le presumen, sería esperable entonces que eso se reflejase en un mayor dinamismo del consumo con respecto a otros períodos. ¿Esto es así? La verdad es que no se aprecia tal cosa. De hecho, visto con perspectiva histórica, estamos ante el ciclo de crecimiento del consumo privado menos intenso desde al menos 1959[211].

[210] La correlación entre variación interanual de empleo y de consumo entre 2000 a 2008 es del 88%, con una $R^2 = 0{,}78$.
[211] Datos disponibles en http://www.macrohistory.net/data (última visita 10/11/2024).

Gráfico 18. Consumo real per cápita. Variación anual (en %). 1959-2008.



Fuente: Elaboración propia a partir de Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database.

3.5. Lo relevante en el endeudamiento de los hogares es el crédito a la vivienda

La atención fijada en el crédito al consumo deja de lado el que es de largo el principal motivo de endeudamiento de los hogares y que adquiere mayor relevancia durante el ciclo objeto de nuestro análisis.

La información disponible sobre el destino de la financiación concedida a los hogares durante estos años confirma que esta pérdida de peso relativo del crédito al consumo se corresponde con un creciente protagonismo de la inversión en vivienda como motivo principal de su endeudamiento. Según se observa, la deuda de los hogares creció

La tendencia es muy similar a la observada en los datos recopilados por Prados de la Escosura (2017), referidos a variación del consumo privado en volumen. Los datos de consumo privado requieren una cautela adicional, en la medida en que incluyen el alquiler imputado a propietarios de vivienda y representa en torno al 10% del consumo agregado (Díaz y Luengo-Prado, 2008). Por tanto, una parte del consumo observado en las estadísticas podría deberse al propio aumento del alquiler imputado ante la burbuja de precios inmobiliarios. Una crítica similar, aunque más completa con respecto al aparente endeudamiento por consumo en Cynamon y Fazzari (2015); y Mason (2018).

velozmente esos años: la financiación concedida mantuvo tasas de crecimiento interanual superiores al 10% a partir de agosto de 1996, para superar el 20% en 1999-2000 primero, y entre 2004-2006 después (datos del Banco de España).

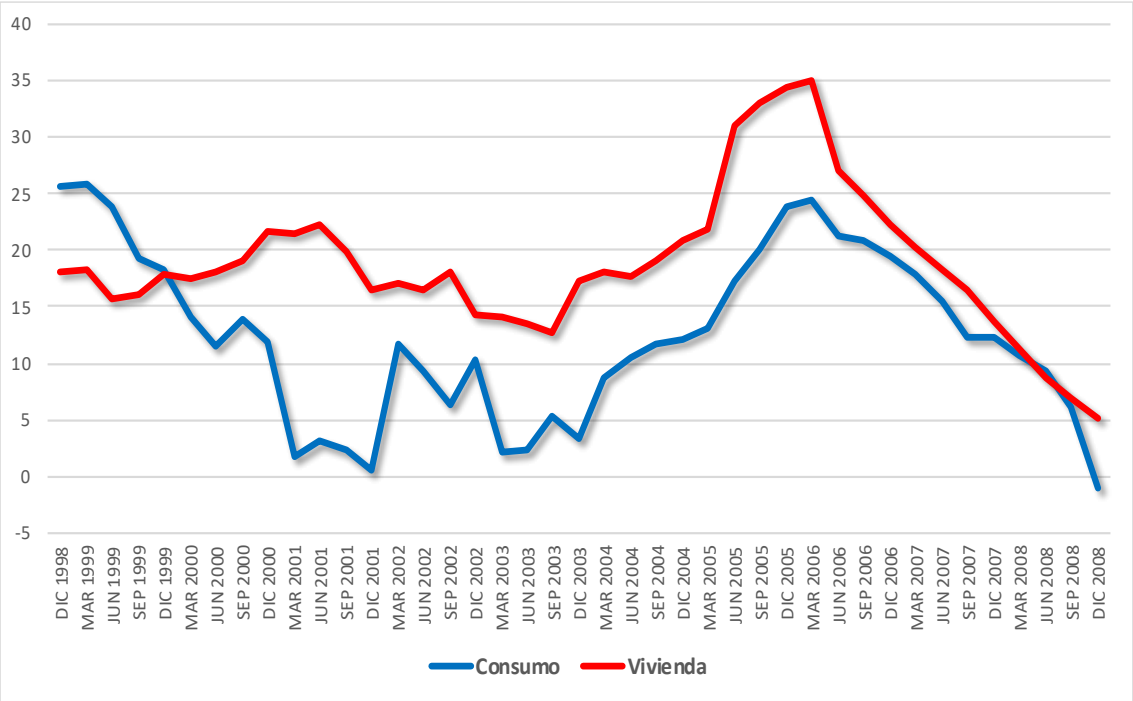
Al respecto, las cifras indican con nitidez que el mayor dinamismo en el endeudamiento de los hogares fue el crédito destinado a vivienda. En el gráfico 19, a continuación, se aprecia cómo durante toda la expansión la tasa de crecimiento del crédito inmobiliario creció siempre por encima de la dedicada al consumo (y en general al resto de financiación a los hogares). Dicha financiación para vivienda se intensificó en la parte final del ciclo, especialmente a partir de 2005. El crédito al consumo siguió una dinámica similar, si bien el margen entre las dos tasas de crecimiento se amplió. Este mayor dinamismo de la financiación a la adquisición de vivienda[212] le refuerza más si cabe como principal destino del endeudamiento de las familias. Así, el crédito inmobiliario pasaría de representar un 61,7% en diciembre de 1998 a un 74,9% de la financiación total de los hogares una década después, al término de 2008[213].

[212] El crédito destinado a vivienda es principalmente para adquisición, aunque también se incluye el destinado a obras de rehabilitación.

[213] Fuente: *Boletín Estadístico*, Banco de España. Préstamos y depósitos de las OIFM a otros sectores residentes.

Gráfico 19. Financiación a hogares por tipo de préstamo.

Tasas de variación interanual (%). 1998-2008.

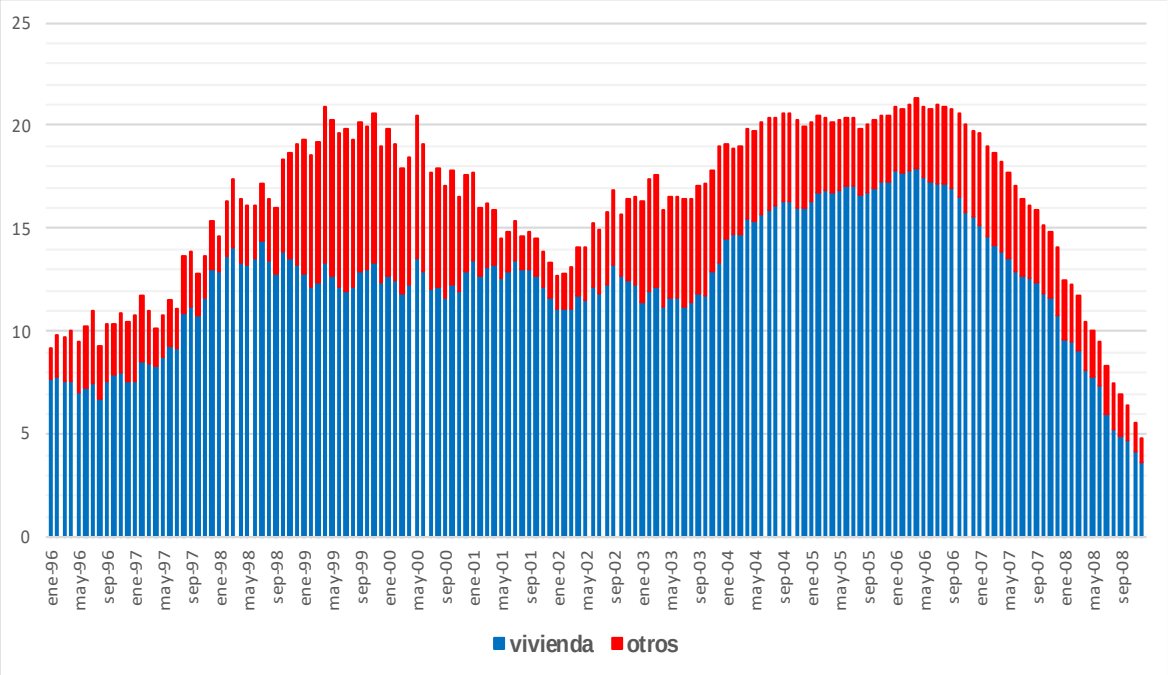


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

El siguiente gráfico refuerza la misma idea: indica la contribución del crédito a los hogares destinado a vivienda frente al resto de fines[214]. Se aprecia de nuevo el marcado protagonismo del crédito vivienda durante todo el período, especialmente en la parte final del ciclo, a partir de 2004. Vemos por tanto cómo esos años de necesidad neta de financiación de los hogares, entre 2004 a 2008, son justo aquellos en los que el crecimiento de la financiación familiar es impulsado en mayor medida por el crédito a la vivienda.

[214] Sin embargo, el protagonismo de los préstamos a otros fines (especialmente consumo) frente al destinado a vivienda sí se observa con la recuperación. De hecho, es sobre todo el crédito al consumo el que explica la situación de necesidad de financiación para las familias a partir de 2017.

Gráfico 20. Contribución a la tasa total de variación de la financiación a hogares por tipo de préstamo (en %).



Fuente: Banco de España. Indicadores Económicos.

3.6. El coste de la dinámica de endeudamiento: la fragilidad financiera de los hogares con menores niveles de renta

Tal como hemos expuesto, las premisas para la "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera" no parece cumplirse para el caso español previo a la crisis de 2008. Sin embargo, la referida hipótesis sí apunta en su planteamiento algunos elementos que, formulados en otros términos, pueden resultar relevantes para la caracterización de la expansión española.

En primer lugar, aunque los hogares españoles con menor nivel de renta no son los que más se endeudan durante la expansión, sí son los que más deterioran su posición financiera durante este período. Así se observa desde diversos indicadores. Por ejemplo, las familias de menor renta aumentan su participación relativa sobre la carga financiera del total de hogares (Gento Marhuenda, 2006: 162)[215]. El avance en participación se

[215] Datos tomados a partir de un estudio de la empresa Genworth, miembro de la Asociación Hipotecaria Española, y basados en encuestas con una muestra de 700.000 operaciones desde 1995 hasta 2004. Se

produce de forma muy acusada para aquellas en los dos primeros deciles de renta, que aumentan 10 puntos porcentuales en apenas cinco años (pasan de soportar el 22% al 32% del total de la carga financiera en 1995 al 32% en el año 2000). Los hogares del tercer decil ganan 6 puntos porcentuales en el mismo período (pasan del 26% al 32%), mientras que a partir del cuarto decil de renta la tónica general es de pérdida de peso relativo sobre la carga financiera total.

Los datos de la EFF a partir de 2002 nos permiten cerciorar con mayor detalle la fragilización financiera concentrada en los hogares de menor renta. Así, en términos de deuda sobre renta familiar su deterioro es notorio: la mediana de la deuda sobre la renta del total de hogares pasa de 69,2% a 107% entre 2002 y 2008, pero en las familias de los dos primeros deciles de renta ya están en 104,8% en 2002 y alcanzan el 149,4% al final de la expansión. Este indicador, en general, tiende a descender entre las familias españolas según aumenta su nivel de renta[216].

El esfuerzo de los hogares en la financiación de sus pasivos, medido por los pagos de deuda con respecto a su ingreso, evidencian igualmente cómo la intensidad del deterioro financiero depende del nivel de renta, observándose el mayor deterioro en los primeros deciles[217]. Así, mientras el pago mediano de deuda sobre renta evolucionó del 14,5% al 19,1% entre 2002-2008, los hogares en los dos primeros deciles ya destinaban un 30,5% de su renta en 2002 y un 39,2% en 2008. Resulta asimismo llamativo que en 2008 el 16,6% del total de hogares dedicasen más de un 40% de su renta al pago de deuda (era el 6,7% en 2002), y que dicho porcentaje alcanzara el 46,5% para las familias de los dos primeros deciles de ingresos (era el 29,7% en 2002).

define como carga financiera la ratio entre el compromiso de pagos adquiridos vía deudas sobre la renta de la persona física en el momento de la contratación del préstamo.

[216] Esta tendencia tan nítida es una particularidad del caso español que no se reproduce con tanta claridad en Estados Unidos (Velilla, 2011: 130), ni en promedio en los 15 países de la eurozona analizados en Adrián Marchetti y Martínez Carrascal (2013: 32) a partir de datos de BCE (2013). Un análisis comparativo entre Estados Unidos y España en términos de desigualdad de la riqueza y estructura de los hogares, en Bover (2010).

[217] Así lo observan también Álvarez, Luengo y Uxó (2013: 67-68).

Tabla 3. Pago por deuda/renta según nivel de renta de los hogares (mediana, en %).

	2002	2005	2008	2011	2014
todos los hogares	14,5	17,2	19,1	18,4	18,1
percentil de renta					
menor de 20	30,5	37,7	39,2	46,2	38,5
entre 20 y 40	20,5	24,6	26,4	28,0	24,9
entre 40 y 60	16,7	20,6	24,0	20,5	22,0
entre 60 y 80	13,1	15,6	17,3	18,1	16,6
entre 80 y 90	10,8	11,8	14,6	11,7	13,2
entre 90 y 100	7,8	8,1	10,4	9,1	10,1
edad del cabeza de familia					
menos de 35 años	16,6	21,7	25,7	23	22,9

Fuente: EFF. Banco de España (varios años).

Los datos de la EFF también confirman el gran peso de la deuda por compra de primera vivienda como fuente principal del deterioro financiero de estas familias. Así comprobamos que, aunque según explicamos, los hogares de los cuatro primeros deciles no aumentan su participación sobre el endeudamiento total de las familias, este incremento sí se produce y es relevante sobre el endeudamiento por compra de primera vivienda. De hecho, los hogares en los que más se eleva el valor de este tipo de deuda son los de renta media-baja: los deciles 3 y 4 incrementan un 27,6% el valor mediando de sus deudas por este motivo, frente al 19% del conjunto de familias. Destaca que en 2008 estas familias tienen un valor mediando de la deuda por encima del correspondiente al conjunto de hogares. También es muy significativo, teniendo en cuenta su nivel de ingresos, la dimensión de la deuda por compra de vivienda principal que tienen las familias de los dos primeros deciles de renta endeudadas por este motivo: equivale a un 75% del correspondiente al promedio del conjunto de hogares.

En definitiva, parece confirmarse que los hogares de menos ingresos, a pesar de que no fueron las que se endeudaron de forma más intensa, sí deterioraron especialmente su posición financiera durante la fase expansiva y que ese deterioro está estrechamente vinculado al acceso a la adquisición de vivienda. La cuestión problemática respecto a la fragilidad financiera de estos hogares no sería entonces la pérdida de ingresos o un aumento en la desigualdad durante la fase expansiva, sino las expectativas irreales tanto de ingresos futuros como de seguridad aparente de los activos inmobiliarios. El fácil acceso a financiación para la adquisición de un bien de primera necesidad, pero a la vez un activo en continua revalorización (y aparentemente líquido en aquel momento) como

la vivienda habría permitido una falsa percepción de la inversión residencial apalancada como una forma de ahorro. Por otra parte, la prolongada expansión del crédito inmobiliario implicaba que con el tiempo entraran perfiles de riesgo cada vez más elevados y vulnerables, como es el caso de los hogares en los menores perfiles de ingreso.

3.7. La centralidad del sobreendeudamiento de los hogares como elemento funcional en el ciclo expansivo 1994-2008 en la economía española

El papel del endeudamiento familiar (vinculado, como hemos visto, a la inversión residencial) en la dinámica de crecimiento se enmarca en un contexto de continua alza en el precio de la vivienda[218].

Esta alza continuada tiene un importante efecto en términos de revalorización del *stock* residencial, que es con diferencia el principal activo de los hogares en España[219]. De este modo, entre 1996 y 2006 el patrimonio de las familias crece a una tasa media interanual del 13,5%, mientras su renta disponible lo hace al 7,2% (Naredo, Carpintero y Marcos, 2008: 60-61)[220]. El alza de precios fue ininterrumpida desde 1994 hasta el tercer

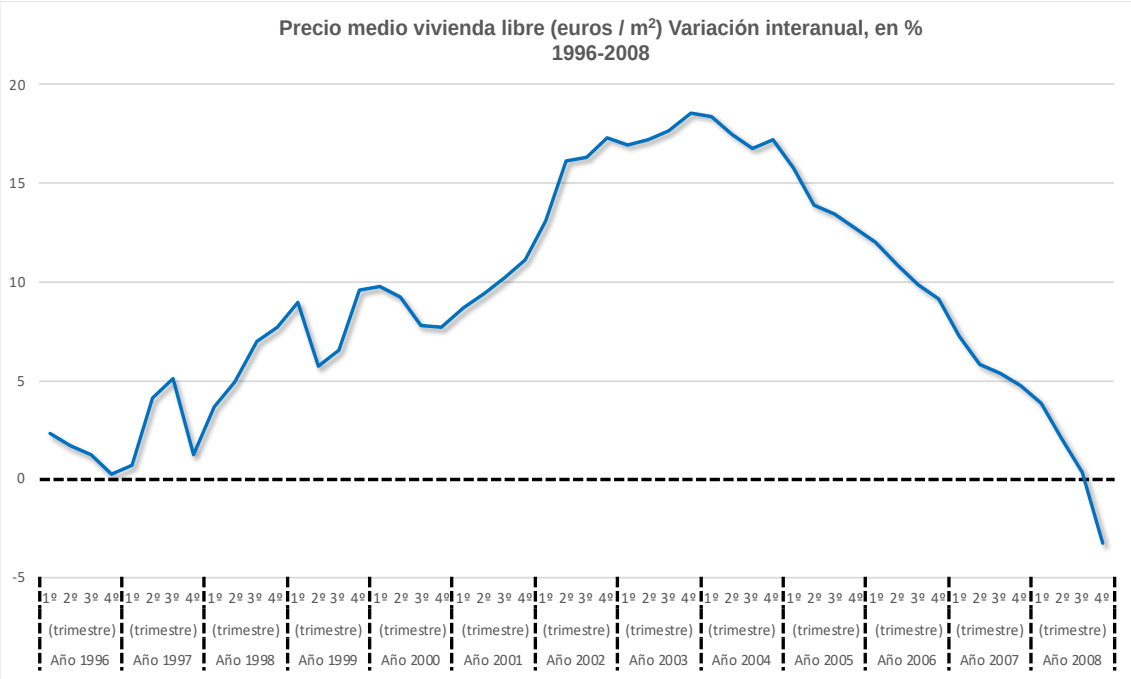
[218] El contexto de alza de precios se caracteriza en este caso por su sincronización entre países y regiones. A partir de este hecho, algunos autores encuentran como factor explicativo la caída de los tipos de interés reales a escala global (García Montalvo, 2006). Sin embargo, nos parece más adecuado plantear ambos aspectos, alza de precios y bajada de tipos de interés reales, según vimos en el primer capítulo, como factores interrelacionados y derivados de la expansión endógena de la liquidez global, que permitía una mayor expansión del crédito. Un incremento del crédito que, como señalan Jordà, Schularick y Taylor (2014 y 2016) se vio impulsado por una combinación de factores, desde la liberalización financiera a incentivos fiscales al endeudamiento, una regulación financiera más laxa, unida a la innovación financiera que permitía mayores niveles de apalancamiento y asunción de riesgos a la banca, entre otros. Factores que, en definitiva, propiciaron tanto mayores tasas de viviendas en propiedad como alzas de precios inmobiliarios en buena parte de las economías desarrolladas.

[219] El patrimonio de los hogares en España está dominado por la vivienda en propiedad desde hace décadas. Ya desde principios de los años ochenta superaba el 70%. En 1991 la tasa de vivienda en propiedad era del 78,1% y al final del ciclo, en 2008, alcanzó el 79,6%, según datos del INE. Según la EFF los activos inmobiliarios representan un 83% de la riqueza total de las familias españolas (Bover, 2011). Cabe advertir que las cifras sobre porcentaje de vivienda en propiedad del INE no coinciden exactamente con las que veremos posteriormente de la EFF, debido al carácter más estimativo de esta última al tratarse de una encuesta.

[220] Según sus cálculos, la diferencia fue aún más marcada en la segunda mitad del ciclo, y más concretamente entre 2001-2006, cuando el *stock* residencial creció a una tasa media del 16,5% anual frente al 7,4% de la renta disponible.

trimestre de 2008[221]. Desde primeros de 2001 hasta mediados de 2006 el crecimiento interanual se mantuvo en niveles muy elevados, superiores al 10% interanual, según datos del Ministerio de Transportes[222].

Gráfico 21. Precio medio de la vivienda libre (€ / m^2). Variación interanual (1995-2008).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

Los precios de las viviendas de segunda mano crecían con más intensidad que los de las viviendas nuevas, registrando también mayor número de transacciones que estas últimas[223]. Ello facilitaba la posible obtención de plusvalías, pero aumentaba también la capacidad de que la propia venta sirviera como vía de financiación para otra compra, con o sin recurso adicional al crédito. Tal es así que, a pesar del fuerte aumento del endeudamiento de los hogares, la propia venta de la vivienda sería la principal vía de

[221] Entre 1998 y 2008 el aumento acumulado en el precio de la vivienda fue del 175% comparado con el 61,5% del aumento en el índice de precios al consumo (Fernández-Villaverde, Garicano y Santos, 2013: 154).

[222] Anteriormente Ministerio de Fomento y, en el momento de escribir estas líneas, Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

[223] El margen entre compraventa de vivienda de segunda mano frente a la de vivienda nueva se fue ensanchando en la fase final del ciclo (en 2007 la compraventa de viviendas de segunda mano representaba un 61,7%, frente al 55,5% apenas un lustro antes en 2002), a la par que aumentaba la variación de *stock* de vivienda nueva en venta (Naredo, Carpintero y Marcos, 2007: 75).

financiación para las compras, pasando a ser el crédito hipotecario la segunda opción más habitual (Naredo, Carpintero y Marcos, 2008: 76).

Para que esta situación proclive a la inversión y el endeudamiento familiar en vivienda trascienda a los hechos fueron necesarios tres actores más. De una parte, un relevante sector empresarial dedicado a la construcción y promoción inmobiliaria. Segundo, un sector bancario con un sistema de crédito hipotecario desarrollado, capacidad para captar financiación en los mercados internacionales, pero también un importante apetito por el riesgo, tanto en la financiación hipotecaria como sobre todo hacia las empresas promotoras[224]. Y, en tercer lugar, un supervisor permisivo ante la relajación de criterio en la concesión de créditos de las entidades financieras y su elevada exposición en el negocio del ladrillo[225].

El resultado de todo ello supuso que la burbuja inmobiliaria se viera acompañada de un notable crecimiento del *stock* inmobiliario en España, sin que esto detuviera la espiral de precios, dada la elevada demanda. Según datos del Ministerio de Transportes, solo en vivienda libre se terminó la construcción de más de 5,6 millones de unidades. Y prácticamente la mitad (el 49%) se concluyeron entre 2004 a 2008. Algo similar podemos decir de las viviendas iniciadas: en 2006, se comenzó la construcción del triple de unidades de las que se habían iniciado apenas una década antes, lo que supuso superar las iniciadas en esos mismos años por Italia, Francia e Irlanda juntas[226]. En esta dinámica, el parque residencial en España aumenta en más de 3,5 millones de unidades[227] entre 2001 y 2008. Semejante incremento de la oferta inmobiliaria solo era posible en ese contexto

[224] A ello se le uniría la sistemática sobrevaloración de los precios de tasación respecto a los de venta en el mercado durante el ciclo expansivo, que permitía a las entidades financieras esquivar la normativa sobre *loan to value* (LTV). Dicha sobrevaloración se veía favorecida porque las empresas tasadoras estaban habitualmente participadas en su capital por las entidades de crédito (Jiménez-Ridruejo Ayuso, 2014: 161-162). Esta sobrevaluación, además, les permitía cumplir formalmente con el límite exigido de no superar el 80% de LTV para que el préstamo hipotecario pudiera servir como colateral en titulizaciones hipotecarias, según el art. 5 de la Ley 3/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.

[225] A este respecto cabría añadir además los incentivos gubernamentales a la compra de vivienda, como eran las deducciones por adquisición y por los gastos hipotecarios, vigentes hasta enero de 2013. Sobre el impacto positivo de estas ventajas fiscales sobre el precio de la vivienda, véase Geng (2018).

[226] El total de proyectos de vivienda iniciados en España en 2006 fue de 865.561 unidades, mientras el agregado de Francia, Italia e Irlanda para ese mismo año suman 864.703 unidades. Cálculos a partir de datos de Hypostat (EMF, 2018).

[227] Según datos de EMF, del año 2000 a 2008 España registra el mayor incremento de *stock* de viviendas en términos absolutos: 4,214 millones de unidades. Una cantidad cercana a la de Alemania y Francia juntas (4,505 millones).

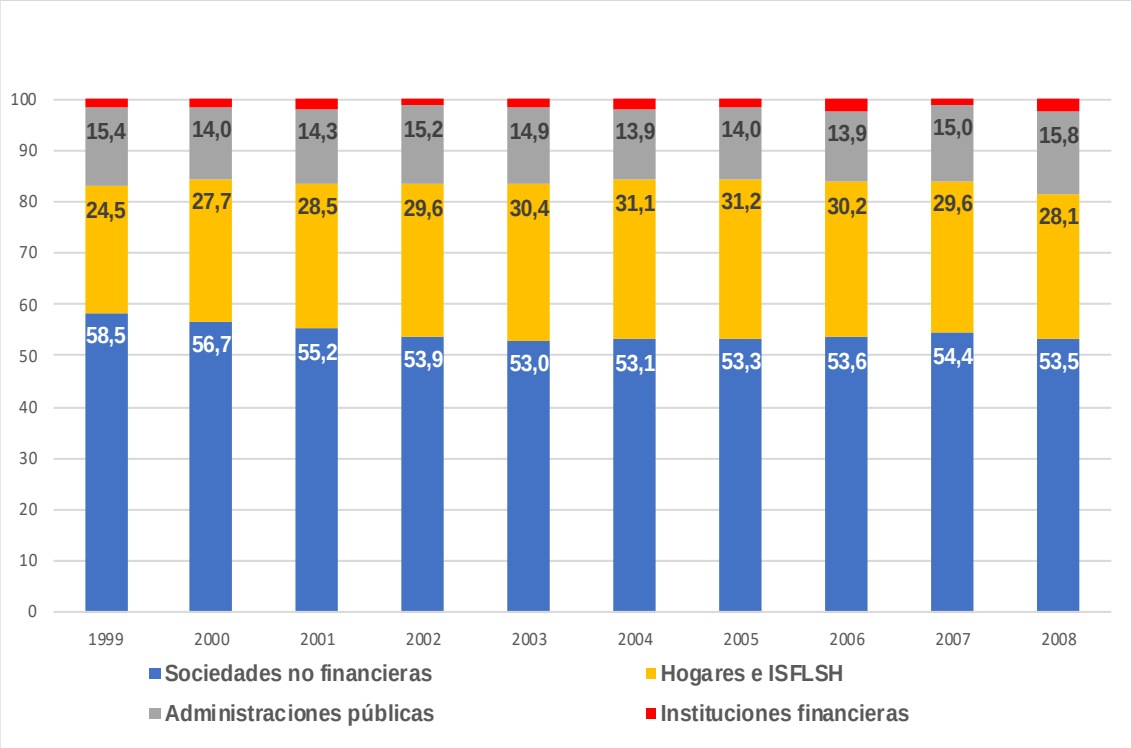
de escalada continua de precios y el impulso que insuflaba el crédito para la inversión de los hogares mayoritariamente destinado a vivienda.

En tal contexto de auge y burbuja inmobiliarios el intenso endeudamiento hipotecario de las familias contribuiría al crecimiento económico[228] por diversas vías.

En primer lugar, el mayor peso de la inversión. Así, el peso relativo de la inversión de los hogares sobre el PIB crece notablemente, desde el 6,1% de 1999 hasta alcanzar el 9,4% de máximo en 2006. El siguiente gráfico ilustra bien esta creciente importancia de los hogares en la dinámica inversora. Obviamente, el principal agente inversor son las empresas no financieras, que explican por sí solas más de la mitad de la FBCF total. Pero el peso de la inversión de los hogares fue creciente frente al resto, tanto sector empresarial como administraciones públicas. Así, en 2005, la inversión de las familias sobre el conjunto de la FBCF era casi siete puntos porcentuales superior a la de 1999 y representaba casi un tercio de la inversión total.

[228] Un cálculo mediante tablas Input-Output del impacto del sector residencial sobre la dinámica de crecimiento económico en España durante el ciclo expansivo en Mateo y Montanyà (2018: 35-40).

Gráfico 22. Formación Bruta de Capital Fijo por sectores institucionales (% del total) 1999-2008.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE, CTNFSI.

Hay que tener en cuenta que esta dinámica inversión residencial de las familias incluye tanto compras de primera vivienda como segundas residencias. Y adquisiciones motivadas por diversos fines, desde el acceso a vivienda a la compraventa para la obtención de plusvalías. En cualquiera de los casos, aun en la situación más habitual de adquisición de primera residencia (García Montalvo, 2006), el componente de inversión es muy importante en esa decisión de compra (García Montalvo, 2009: 68-70). En este sentido, un contexto de revalorización patrimonial derivada de la prolongada inflación de activos residenciales genera en los hogares un "efecto riqueza" que incentiva el endeudamiento para la inversión en vivienda. Sin embargo, solo una porción del *stock* residencial es objeto de compraventa, pero esa parte influye en la cotización del total. "De esta manera el mercado de la vivienda se asimila a los mercados de bienes patrimoniales (como las acciones… o las obras de arte) en los que solo una pequeña fracción del *stock*

es objeto de compraventa, correspondiendo esta mayoritariamente a activos preexistentes" (Naredo, Carpintero y Marcos, 2008: 75)[229].

Como muestra del atractivo que ofrecía invertir en la adquisición de vivienda durante esos años, tengamos en cuenta que, según datos de la Estadística Registral Inmobiliaria, elaborada por el Colegio de Registradores, en 2004 la rentabilidad media de la vivienda fue del 16,2% anual[230]. Cifra cercana a la rentabilidad del IBEX-35 aquel año, con un 17,4%. Esta rentabilidad también animaba la compra de residencias no principales: según datos de la EFF, en 2008 el 36,1% de las familias españolas tenían en propiedad un inmueble distinto a su vivienda principal, 6 puntos porcentuales más que solo 6 años atrás, en 2002[231]. En todo caso, cabe advertir que el grueso del aumento en el parque residencial se debió a vivienda principal. Según datos del Ministerio de Transportes, solo el 9,1% de los más de 3,5 millones de viviendas más que había en 2008 con respecto a 2001 eran no principales[232]. En cualquier caso, la inversión apalancada en vivienda ofrecía una rentabilidad especialmente elevada en el caso de la compra de inmuebles sobre plano que se vendían luego antes de ser escriturados (García Montalvo, 2006). Pero se trata de una dinámica donde inversores se endeudaban para invertir en una actividad llevada a cabo por empresas promotoras a su vez endeudadas también.

En segundo lugar, el fuerte crecimiento de la inversión familiar en vivienda, además de constituir en sí mismo un estímulo de demanda, coadyuvó al dinamismo del sector de la construcción en general y el inmobiliario en particular, que atraía inversión de otros sectores[233] y propiciaba el crecimiento de la inversión total en la economía,

[229] Sobre la compraventa apalancada de activos ya existentes y su posible efecto sobre el creciente *gap* crédito privado-PIB, ver el apartado 2.4.1.

[230] Cabe advertir que esta rentabilidad es aparente, en la medida en la que solo se genera a partir de la venta final del inmueble. Pero sirve en todo caso como muestra del atractivo que ofrecía el sector inmobiliario tanto a promotores como a particulares. En García Montalvo (2006) se recoge además mediante encuesta el optimismo en las expectativas sobre los precios futuros de la vivienda, superando los incrementos reales observados. Y ello a pesar de que más del 90% las personas encuestadas creían que los precios estaban ya claramente sobrevaluados. Una dinámica típica de burbuja.
Por su parte la caída en el número total de transacciones de vivienda entre 2005-2009, según cifras del INE, muestra que los cambios en las tasas de rendimiento esperadas predicen bien la disminución en las compras observadas para esos años (Bover, 2011: 44).

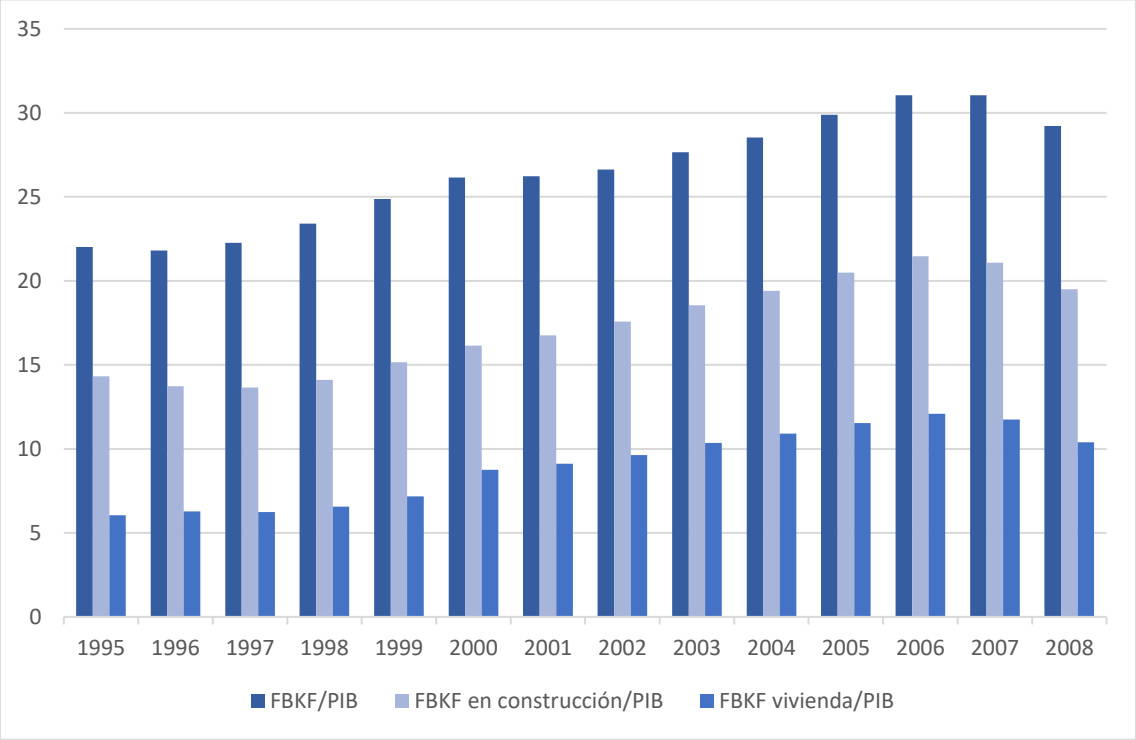
[231] Según cálculos a partir de la EFF, algo más del 40% de las compras entre 2002-2006 fueron de vivienda secundaria (Bover, 2011: 42).

[232] En 2008 el parque residencial estimado era de 24.569.715 unidades frente a las 21.033.759 de 2001. Pero para el mismo período el número de viviendas no principales aumentó en 323.182 unidades frente a las 3.212.774 principales. Fuente: Ministerio de Transportes.

[233] Entre ellos destacarían las empresas de promoción inmobiliaria, protagonistas del fuerte impulso de la oferta residencial. Al respecto, tengamos en cuenta que, según cálculos a partir de datos del Banco de

además del impacto en términos de empleo[234]. De esta forma indirecta la deuda de las familias también colaboraba con la dinámica de crecimiento. En efecto, como puede observarse en el siguiente gráfico 23, el gran impulso inversor de estos años se explica por el formidable dinamismo en el sector inmobiliario. De los 9 puntos porcentuales que avanza la tasa de inversión entre 1995 y su máximo en 2006 (de 22% a 31,1%), 7,2 puntos se deben al crecimiento de la inversión en construcción (que incluye vivienda), lo que equivale a un 79% del crecimiento de la tasa de inversión total.

Gráfico 23. FBCF total, en construcción y en vivienda sobre PIB (%). 1995-2008.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

El papel dinamizador del sector inmobiliario en la dinámica inversora y por tanto en el crecimiento resulta indudable, a la vez que reforzaba el protagonismo de la inversión residencial sobre el conjunto de la formación bruta de capital fijo. Esta aumentó en más de diez puntos porcentuales en la fase final del período expansivo con respecto al porcentaje de 1995, pasando del suponer el 27,5% de la inversión total al 38,9% de

España, en 2008 una tercera parte del saldo vivo de crédito pertenecía a promotores inmobiliarios. Una cifra equivalente al 30% del PIB.

[234] En su momento más álgido el 25% de los trabajadores masculinos estaban empleados en la construcción (Bonhomme y Hospido, 2012).

máximo en 2006. Ese mismo año, la FBCF en construcción era un 69,1% sobre la total. No en vano, entre 1991-2007 la tasa de inversión residencial en España (8% sobre el PIB en promedio) fue la más alta de las economías desarrolladas (Kohlscheen; Mehrotra y Mihaljek, 2020)[235].

Un último canal a través del cual la deuda de los hogares permitió alimentar la dinámica de demanda apalancada, planteado en el primer capítulo (véanse apartados 1.5. y 1.7.), fue mediante la titulización de los préstamos hipotecarios por parte de las entidades crediticias. Unas titulizaciones que, como vimos, permitían la alquimia de hacer líquidos a los bancos unos activos ilíquidos, aumentando así la capacidad de sostener un volumen mayor de financiación.

En efecto, el crecimiento de la oferta de crédito se veía limitada por la capacidad para financiarlo por parte de las entidades financieras españolas ante unos depósitos que no crecían tanto como el volumen de préstamos bancarios y con un mercado de capitales nacional limitado, en comparación a las necesidades de financiación para sostener tal ritmo de expansión crediticia. Y esto, además, en un contexto de tendencia decreciente en el ahorro de los hogares, como vimos en el gráfico 15, resultado de la pujante inversión residencial de las familias.

Este desacople entre oferta y demanda de fondos podía ser corregido por las entidades financieras por la vía alternativa de los mercados mayoristas de capitales, muy especialmente con las titulizaciones (Arce, Ispierto y Martín, 2012: 78)[236]. Así, ante un crédito que crecía a tasas anuales de dos dígitos y, frente al menor incremento de los depósitos, las entidades financieras pasaron a captar esa financiación adicional en los mercados internacionales de capitales[237], muy especialmente mediante titulaciones a

[235] La muestra incluye quince países: Alemania, Australia, Canadá, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Suecia, Suiza, Reino Unido y la propia España.

[236] Las titulizaciones de préstamos hipotecarios para la construcción y adquisición de viviendas fueron con diferencia las predominantes durante el ciclo de expansión económica, con una participación superior al 70% de todos los activos (Martín, 2012: 102). A finales de 2006 las titulizaciones vinculadas a préstamos hipotecarios representaban el 83% del saldo total (Fuentes Egusquiza, 2007: 94-95).

[237] No en vano, casi la mitad de la deuda externa española (el 48% al término de 2008) se concentraba en las entidades financieras. Fuente: Banco de España. Cabe señalar asimismo que en España la titulización es un fenómeno bancario, pues hasta 2008, el 99% de las titulizaciones fueron originadas por entidades de crédito (Catanireu y Pérez, 2008: 89). Por su parte, esa capacidad de financiación en el exterior permitió a su vez que el tipo medio de interés hipotecario en España fuese entre 2003-2006 el más bajo de toda la eurozona (Akin *et al*., 2014: 228).

partir del mercado hipotecario[238]. Así pues, como señala Fuentes Egusquiza (2007: 93) la principal motivación para estas operaciones de titulización era la obtención de fondos, con el que superar la "brecha de financiación" (Fuentes Egusquiza, 2008: 62) entre créditos y depósitos[239].

Por el lado de la oferta, como señalamos anteriormente, el recurso a las titulizaciones venía motivado por la captación de fondos por parte de las entidades financieras para sostener a su vez la creciente demanda crediticia. Un factor este especialmente atractivo para las cajas de ahorros[240] que, por su naturaleza jurídica, no podían financiarse mediante la emisión de acciones (Ruiz, 2016). Una segunda motivación para las titulizaciones hipotecarias por el lado de la oferta tiene que ver con sus largos plazos de vencimiento frente al corto plazo en la financiación interbancaria. Esto era una ventaja para las entidades crediticias, en tanto reducía el riesgo de refinanciación.

Por el lado de la demanda, un contexto de bajos tipos de interés reales que incitaban a la búsqueda de inversiones alternativas potencialmente más rentables, además de la escasez relativa de activos seguros en un entorno de elevada liquidez global, hacían de las titulizaciones vinculadas al ladrillo un activo muy apetecible. El caso español ofrecía a su vez algunos elementos diferenciales más que favorecían esa captación de financiación exterior.

En primer lugar, y vinculado con lo visto en el capítulo 2, el paso a una divisa fuerte como el euro robustecía la percepción sobre las titulizaciones, expresadas ahora en la nueva moneda común más estable en su cotización. En segundo lugar, la baja tasa de morosidad hipotecaria[241] y un sector inmobiliario robusto en continua expansión

[238] Las primeras emisiones de titulización se realizaron en España en 1993. Entre ese año y 1999 los bonos de titulización pasaron de 241 a 6.770 millones de euros. Pero el verdadero despegue sería a partir de 2002, impulsada por cambios normativos, como fue la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que introdujo la figura del certificado de transmisión hipotecaria (Martín, 2012: 101-102).

[239] La ratio LTD de las entidades financieras españolas era, a 31 de diciembre de 2007, del 155%. Dicha ratio era, de hecho, más elevada en los bancos que en las cajas de ahorros: 159% de los primeros frente a 154% de las segundas (Banco de España, 2017: 43).

[240] No en vano, a finales de 2006 las cajas de ahorros eran originadoras de más del 85% del saldo total de las titulizaciones de cédulas hipotecarias (Fuentes Egusquiza, 2007: 95, n. p. núm. 9).

[241] Desde 1998 y hasta final de 2007 la tasa de créditos hipotecarios dudosos se situó siempre en niveles inferiores al 1% del total de crédito. (Fuente: Banco de España).

resultaban elementos de indudable atractivo para la inversión foránea[242], con unas titulizaciones precisamente dominadas, como vimos, por los activos hipotecarios como subyacente. Un tercer elemento distintivo es que las entidades españolas retuvieron el grueso de los riesgos asociados a las titulizaciones[243], lo que las hacía a priori más seguras para los inversores. En España, la operativa desarrollada no era de transferir los créditos, sino que iban a un fondo de titulización (fondos de titulización hipotecaria y fondos de titulización de activos) los valores emitidos por las entidades financieras y que contaban como garantía no solo la cartera de hipotecas del emisor, sino también el resto de sus activos. Es decir, no se vinculaban exclusivamente las titulizaciones a un activo aparentemente seguro, sino que esta seguridad se veía reforzada al verse respaldada la rentabilidad de dichas titulizaciones por el conjunto de activos de la entidad financiera. Estas titulizaciones estaban, por tanto, sobrecolateralizadas.

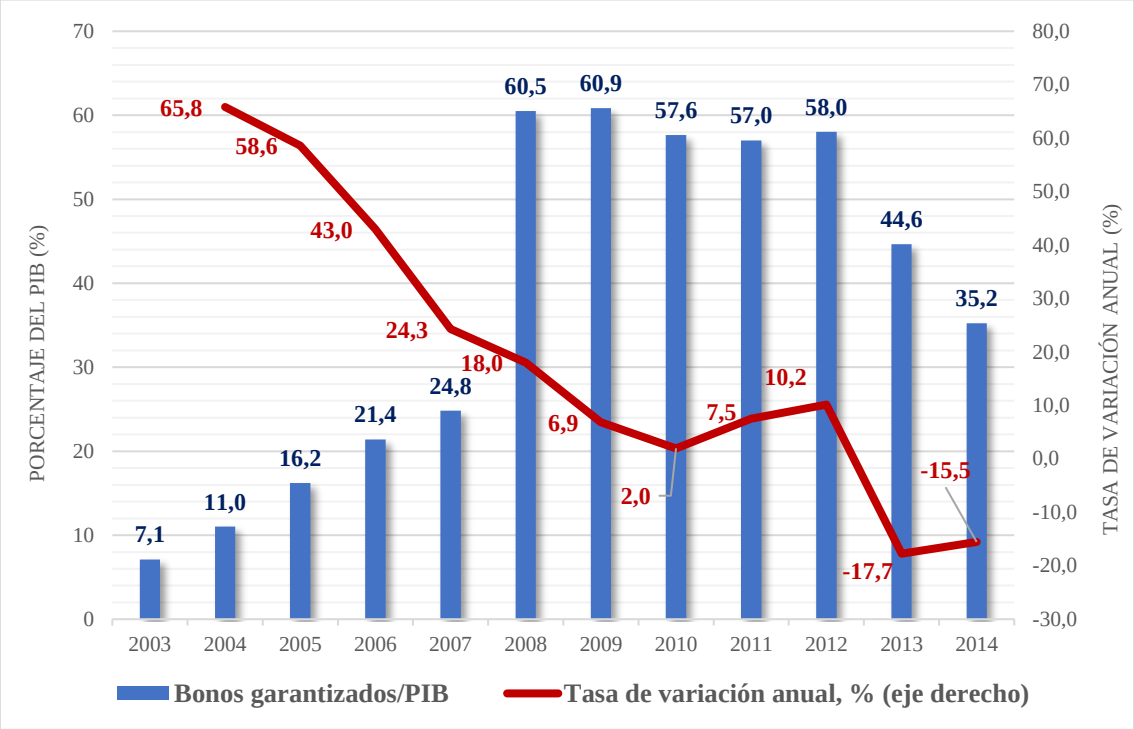
Como muestra el gráfico 24 a continuación, las titulizaciones vinculadas a los préstamos hipotecarios experimentaron un crecimiento exponencial. De este modo, en 2008 el valor total de los bonos con garantía hipotecaria en circulación (fundamentalmente cédulas hipotecarias) era 5,5 veces el de 2003 y más de 59 veces el de 1999 (fuente: cálculos propios a partir de datos de Hypotstat). Y con tasas de crecimiento anual de dos dígitos hasta los albores de la crisis financiera.[244] Desde el año 2000, las titulizaciones crecieron a un ritmo interanual promedio del 51%, de modo que el saldo vivo de los fondos españoles en diciembre de 2007 era dieciséis veces el existente en el mismo mes del año 2000 (Catarineu y Pérez, 2008: 89).

[242] Entre diciembre del año 2000 y junio de 2007 los títulos en poder del resto del mundo pasaron de representar un 30% al 73% del saldo total de títulos de renta fija emitidos por instituciones financieras residentes en España (Fuentes Egusquiza, 2008: 57).

[243] El modelo de titulizaciones español es distinto del estadounidense. Este último se basa en un modelo originar y distribuir (*originate and distribute*) mientras que el español es de originar y mantener (*originate and hold*), que evitaba los incentivos perversos ante la posibilidad de endosar créditos de mala calidad a terceros. Se trata en este caso, por tanto, de titulizaciones de flujo de caja respaldadas por activos hipotecarios. El problema fue la infravaloración del riesgo. A su vez, como hemos comentado anteriormente, el incentivo perverso para el caso español vino por otro lado: a través de las agencias de tasación, en su mayor parte en propiedad o controladas por el sector bancario. Estas inflaban los precios de tasación para superar las limitaciones regulatorias del LTV al 80% (*Akin et al*., 2014; Jiménez-Ridruejo Ayuso, 2014).

[244] Los datos de la Asociación Hipotecaria Española, aunque no del todo coincidentes, muestran la misma dinámica. Según sus cifras, el valor de las titulizaciones en 2008 era cuatro veces superior al de 2004.

Gráfico 24. Bonos totales garantizados en circulación como porcentaje del PIB, respaldados por hipotecas (en %).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Hypostat (EMF, varios años).

De este modo, el porcentaje de crédito hipotecario financiado con títulos, insignificante a finales de los años noventa, alcanzaba ya el 16,2% del PIB en 2005, para seguir su crecimiento veloz hasta un valor equivalente al 60,5% en 2008[245].

Esta exposición al crédito inmobiliario benefició finalmente a la financiación de otras empresas ajenas a dicho ámbito de negocio, según evidencian Jiménez *et al*. (2020).

La importancia del endeudamiento hipotecario en el ciclo de crecimiento coincide con lo observado para diversos países, aparte de España, entre otros por Mian y Sufi (2010 y 2014); Büyükkarabacak y Valev (2010); Anundsen *et al*. (2014) o Jordà; Schularick y Taylor (2015a y 2015b).

En definitiva, el endeudamiento de los hogares hacia la inversión residencial fue causa y consecuencia al mismo tiempo del ciclo inmobiliario. La demanda apalancada

[245] Los fondos de titulización hipotecaria y las titulizaciones de cédulas hipotecarias suponían el 54,3% del volumen vivo del crédito hipotecario a finales de 2008. El crecimiento de este mercado de titulizaciones en España fue tal que pasó a ser la segunda mayor proveedora de este tipo de valores en Europa, solo superada por Reino Unido (Losada López, 2006: 112; Arce, Ispierto y Martín, 2012: 79). Y hemos de tener en cuenta que la economía británica, al ser centro financiero internacional, tenía en realidad muchas titulizaciones de entidades residentes en otros países.

hacía verosímil la expectativa al alza sobre los precios futuros, pero también esa alza de precios atraía la demanda. A su vez, la elevada demanda que tenían las titulizaciones de préstamos hipotecarios incentivaba a las entidades financieras a conceder más préstamos adicionales, para obtener con ellos nuevas titulizaciones que permitieran sostener una mayor expansión del crédito.

Esta dinámica captaba a otros inversores nacionales y extranjeros con un relevante efecto multiplicador sobre la actividad económica. Pero al mismo tiempo, el crédito hipotecario permitía, mediante titulizaciones, la generación de activos comercializables que permitían a las entidades financieras amplificar su capacidad de financiación a hogares y empresas[246]. Sin embargo, esta dinámica incentivaba la concentración del crédito en el sector de bienes raíces mientras los inversores asumían posiciones altamente apalancadas sin una adecuada valoración de ese mayor riesgo. Como advirtiera premonitoriamente Losada López (2006: 116): "Las emisiones de titulización podrían estar aumentando de manera apreciable la exposición al riesgo sistémico en las entidades que están usando este recurso como fuente de financiación de créditos para sus clientes".

Este proceso insostenible a la larga tendría, no obstante, un impacto desigual según los niveles de renta de los hogares, fragilizando sobremanera a los ya partían de una situación más vulnerable, como se vio en el apartado 3.6.

[246] A todo ello habría que incluir el posible efecto *crowding-in* de la burbuja inmobiliaria sobre otros sectores en una segunda fase del ciclo (Martín, Moral-Benito y Schmitz, 2019).

3.8. Conclusiones del capítulo

Una parte importante de la literatura académica plantea un vínculo causal entre una merma de los ingresos en los deciles inferiores de ingreso y una mayor desigualdad de la renta personal con el sobreendeudamiento de los hogares como compensación y finalmente la crisis ante lo insostenible de dicha dinámica. Un patrón de crecimiento impulsado por la deuda (*debt-led*) que hemos denominado "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera".

Al respecto, en este capítulo hemos tratado de determinar en qué medida tal argumentación sería adecuada para explicar el ciclo expansivo de la economía española entre 1995 y 2008. El análisis realizado a partir de los datos indica que dicho planteamiento no resultaría válido, al menos en el caso que nos ocupa, al no darse los planteamientos de partida. Para empezar, la desigualdad de la renta en términos personales no crece durante la expansión, sino que se reduce. En concreto, sucede que los deciles de menor renta aumentan su participación en el ingreso total. Además, comprobamos que no son esos hogares de bajos y medios ingresos los que más intensamente se endeudan. Por tanto, la secuencia según la cual incrementarían su peso relativo en la deuda total para compensar su pérdida de posiciones en términos de ingresos no parece sostenerse. A esto habría que añadir que el mayor endeudamiento familiar tiene como principal motivo la adquisición de vivienda, y no la financiación al consumo. Este, de hecho, muestra un nivel de crecimiento discreto frente al elevado apalancamiento de los hogares.

Sin embargo, el planteamiento que subyace a dicha hipótesis plantea algunas cuestiones que se muestran útiles para el caso español. Para empezar, aunque los deciles de renta más baja no son los que más se endeuden sí son quienes más incrementan su fragilidad financiera, lo que les hará especialmente vulnerables una vez llegue la recesión a partir de 2008.

En todo caso, la conclusión más relevante es que endeudamiento de los hogares sí jugaría un papel relevante en la dinámica económica, aunque no vía consumo (no la idea de "deuda por salarios"), sino inversión residencial en un contexto de alza continuada de precios inmobiliarios. Esta inversión residencial por parte de los hogares colaboró en el ciclo de crecimiento económico en España, en primer lugar, por su mayor participación

en la FBCF total. En segundo lugar, porque genera atracción hacia la inversión residencial por parte de otros sectores, en especial las empresas de promoción inmobiliaria, fuertemente apalancadas, aumentando así la fragilidad financiera. Y, en tercer lugar, por la posibilidad que ofrecen los préstamos hipotecarios a las entidades financieras para financiar una mayor oferta de crédito mediante las titulizaciones hipotecarias, que permitían atraer capital externo para que las entidades financieras españolas financiaran un mayor volumen de crédito mediante apalancamiento en liquidez.

En definitiva, el endeudamiento de los hogares sí ocupa un lugar estratégico en la expansión y posterior crisis de la economía española. Dicha deuda es clave para el crecimiento de la inversión residencial, que fue causa y consecuencia al mismo tiempo del ciclo inmobiliario. La demanda apalancada hacía verosímil la expectativa al alza sobre los precios, pero también esa alza de precios atraía la demanda. Esta dinámica captaba a otros inversores nacionales y foráneos con un relevante efecto multiplicador sobre la actividad económica. Pero al mismo tiempo, el crédito hipotecario permitía, mediante titulizaciones, la generación de activos comercializables que permitían a las entidades financieras amplificar su capacidad de financiación a hogares y empresas. Este proceso insostenible a la larga tendría, no obstante, un impacto desigual según los niveles de renta de los hogares, fragilizando sobremanera a los deciles inferiores de renta, que partían de una situación más vulnerable.

CONCLUSIONES

En el presente trabajo hemos planteado como doble objeto de estudio el análisis de la dinámica de crecimiento de la economía española durante el ciclo expansivo 1994-2008, caracterizado como dinámica impulsada por el endeudamiento privado, y el papel específico que pudo jugar la desigualdad en dicha dinámica de endeudamiento. Para abordarlo hemos comenzado por definir los conceptos de dinero, crédito y liquidez que situamos en el centro de nuestro análisis mediante el uso de un enfoque narrativo (*narrative approach*), donde caracterizamos el dinero como endógeno en una doble acepción. De una parte, la oferta monetaria depende de la demanda de dinero que suscite la actividad económica en cada momento. De otra parte, esa demanda monetaria determinará la evolución histórica del dinero mediante el recurso a la innovación financiera. A partir del análisis con perspectiva histórica del dinero y la liquidez llegamos al actual contexto de dinero fiduciario, caracterizado por permitir una oferta monetaria más elástica y, por tanto, adaptable a los determinantes de la demanda, pero asimismo inestable.

Cabe destacar que este planteamiento supone asumir la hipótesis de fragilidad financiera propuesta por Minsky, la cual plantea una idea de inestabilidad intrínseca a la actividad económica frente a la de una tendencia al equilibrio. En nuestro enfoque la demanda de crédito es determinada por unas expectativas de beneficio que rigen la dinámica económica en un contexto de incertidumbre, donde los agentes económicos acometen sus decisiones de inversión endeudándose para adquirir activos de capital en función de los flujos de ingresos futuros esperados. Los intermediarios financieros, igualmente impulsados por su ánimo de ganancia, permiten unir pasado, presente y futuro vía crédito, en función de su valoración del riesgo. Sin embargo, ni las expectativas de los inversores ni de los intermediarios financieros que atienden la demanda de crédito son constantes en el tiempo. Varían en función de sus valoraciones sobre la evolución presente de la economía y su trayectoria seguida, que formará sus expectativas sobre los resultados futuros que se desconocen en el presente. Según hemos defendido en esta investigación, y se observa para el caso del ciclo expansivo español entre 1994 y 2008, este planteamiento implica, de una parte, el carácter eminentemente financiero de la

actividad económica, y de otra la inestabilidad intrínseca de dicha dinámica, dominada por el crédito y la incertidumbre. Esta idea consideramos que resulta crucial para entender el mantenimiento en el tiempo de una dinámica de progresivo apalancamiento privado y con ello una creciente fragilidad financiera. Todo ello en un proceso de retroalimentación positiva en que el encarecimiento de los activos de capital amplificaba su demanda, ante las expectativas de mayores precios futuros. Una demanda a su vez financiada vía deuda. La relación entre liquidez y ciclo financiero globales y la escasez relativa de activos de capital seguros entendemos que ayuda a explicar esa retroalimentación positiva, especialmente en algunos activos, como es el caso de los vinculados al sector inmobiliario.

Según se ha planteado en el primer capítulo, el contexto de relaciones económicas globales ha llevado a una abundante liquidez igualmente global, con plena movilidad internacional de capitales en búsqueda de oportunidades de inversión. Por su parte, como se ha desarrollado en el segundo capítulo, la dinámica de crecimiento de la economía española entre 1994-2008 supone un caso paradigmático que permite visualizar la relación de la citada liquidez global con su dinámica expansiva, en la medida en que dicho crecimiento económico se caracterizó por ser impulsado vía deuda. Y, más concretamente, vía deuda privada externa. Es decir, la demanda de crédito para financiar las inversiones que impulsaron ese ciclo expansivo pudo abastecerse gracias a la abundante liquidez global, que veía a su vez oportunidades de rentabilidad en activos de capital españoles. Una dependencia financiera del exterior expresada por los crecientes saldos deficitarios en la balanza por cuenta corriente, así como en la constante acumulación de deuda externa por el sector privado. Y una dinámica de endeudamiento vía apalancamiento en liquidez con el exterior que hacía aparentemente sostenible un *gap* entre crecimiento del crédito OSR y el PIB nominal.

Planteada esta conexión recuperamos a continuación los interrogantes planteados en la introducción, para ver en qué medida han sido respondidos con el desarrollo de nuestro trabajo.

El primero de ellos preguntaba acerca de cómo se ha concretado dicha dinámica de crecimiento guiado por la deuda y qué factores posibilitaron un crecimiento prolongado del crédito a un ritmo significativamente superior al del crecimiento del PIB nominal. Tras el análisis realizado concluimos que este *gap* sostenido entre crédito y PIB

(representado en el gráfico 4) podría explicarse por el recurso a la deuda atraída por la constante revalorización de activos ya existentes, lo que permitiría explicar que este mayor crédito no encuentre suficiente reflejo en la evolución del PIB. Es, en todo caso, una respuesta tentativa, pues pueden operar más factores y harían falta otros estudios más detallados para determinar los elementos causales de esa brecha duradera entre crédito OSR y PIB nominal. Indiciariamente parece razonable pensar en el peso específico de los activos inmobiliarios por varios motivos. El primero, el elevado peso de la compraventa de vivienda usada, en un contexto de revalorización constante y compras apalancadas. El segundo es la concentración de *stock* de deuda en actividades directamente relacionadas con el sector, muy especialmente la actividad de promoción inmobiliaria que llegó a concentrar casi una tercera parte de la deuda viva previa a la crisis. Y unido a ello, el propio endeudamiento de los hogares, vinculado en buena medida a la inversión inmobiliaria.

La segunda cuestión planteada se refería a los factores que explicarían la especial incidencia de la inflación de activos en el sector inmobiliario en España. Al respecto parece claro el vínculo de una intensa demanda, fuertemente apalancada, que generaba una espiral de retroalimentación positiva entre subida de precios y demanda, sostenida gracias al recurso a un endeudamiento creciente. El carácter híbrido de la vivienda, a la vez activo de capital y bien de primera necesidad, que incide en unas tasas de morosidad más bajas, unido al hecho de ser un bien no comercializable y, por tanto, sin efecto sustitución ante otros bienes similares más baratos, conforman esa clave explicativa. A ello habría que sumar otros elementos no tratados en esta investigación y que podrían profundizarse en el futuro, como las características específicas del mercado inmobiliario español.

Una vez planteado y argumentado el papel central de la deuda de los hogares en esta demanda apalancada y, por tanto, en la dinámica de crecimiento de estos años, puede ya afrontarse la tercera pregunta formulada en la investigación, referente al papel de la desigualdad en la dinámica de acumulación de deuda privada.

Este tercer interrogante surgía en el contexto del relato asumido por una parte de la literatura académica con relación a la existencia de una hipotética relación entre deuda de los hogares y crecimiento en la desigualdad de la renta de los hogares.

Al respecto, el análisis realizado en el tercer capítulo permite cuestionar la validez del argumento, en la medida en que no se cumplen las premisas de partida que lo sustentan para el caso que nos ocupa. Los elementos de partida de dicha "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera", como la hemos denominado, no se cumplen en nuestro caso por lo siguiente:

Primero porque no hay tal merma de poder adquisitivo de los deciles más bajos de ingreso en esos años. Segundo, no se cumple tampoco el aumento de la desigualdad de la renta, que de hecho se redujo para esos años en España. Tercero, porque tampoco la deuda de los hogares se concentró en aquellos de rentas bajas. Y cuarto, porque el endeudamiento está vinculado a la inversión residencial, más que al consumo.

Surge entonces como explicación alternativa más verosímil que el crédito hipotecario haya podido resultar funcional a esa dinámica de crecimiento impulsado por la deuda, no vía impulso del consumo financiado por crédito, sino impulso de la financiación a la inversión residencial. De esta manera, dadas las especiales características de la vivienda como activo (su carácter no comercializable, así como su doble naturaleza a la vez como bien de primera necesidad y activo de capital), le harían ser percibida como inversión más segura, mientras que la titulización propiciaría su transformación como activo líquido para las entidades de crédito.

Este endeudamiento de los hogares encuentra una funcionalidad determinante en el ciclo de crecimiento guiado por la deuda vía inversión residencial (y no mediante la financiación al consumo), impulsada a su vez por una espiral de retroalimentación positiva entre precios y FBCF, sostenida vía crédito.

Dicho impacto de la FBCF residencial tendría al menos tres formas de incidencia sobre la dinámica económica general: primero, al incorporarse a la dinámica de inversión general, dominada de hecho por los sectores inmobiliario y de la construcción. Segundo, la pujante inversión residencial atrae recursos de otros sectores, especialmente concentrados en el caso de las empresas de promoción inmobiliaria. Dicho sector llegaría a concentrar prácticamente una tercera parte del saldo vivo de deuda en España y, no por casualidad, una promotora (Martín Fadesa) protagonizaría la mayor quiebra de la historia en nuestro país. Y tercero, y más importante, la inversión residencial sirve como vía de financiación adicional para las entidades crediticias gracias a la "alquimia" de la titulización de hipotecas. Esta permite transformar un activo bancario ilíquido, como son

los préstamos hipotecarios, en otro plenamente líquido y percibido como razonablemente seguro por los inversores ante la baja ratio de mora que históricamente presenta. Ello facilita su colocación en los mercados internacionales de capitales, en un contexto expansivo del ciclo financiero global, por tanto, con una creciente liquidez global y una escasez relativa de activos seguros, lo que facilita su atracción por parte de inversores foráneos. De este modo, la mayor financiación de más inversión residencial apalancada permitía ampliar los recursos para una mayor creación de crédito adicional.

Como parte de esta respuesta surge una posible cuestión adicional, la cual plantea en qué medida este endeudamiento de los hogares impacta en ellos en términos de mayor fragilidad financiera y sobre qué segmentos de renta. En este sentido, los datos observados indican que esta dinámica de endeudamiento de los hogares, si bien no se concentró como vimos en aquellos con niveles de ingresos bajos y medio-bajos, sí fueron las familias con menor nivel de renta las que experimentaron un mayor incremento de la fragilidad financiera, lo que les hacía especialmente vulnerables ante la recesión que vino después.

Las conclusiones de este trabajo permiten plantear preguntas y líneas futuras de investigación. Una de ellas sería analizar los efectos de esta dinámica de demanda apalancada y en qué medida se dejan sentir las posibles secuelas en el comportamiento de la FBCF, la evolución del PIB per cápita comparada con la de otros socios de la UE, así como los efectos sobre la desigualdad de la renta y patrimonio.

Vinculado con estos efectos se plantea la pregunta de en qué medida las consecuencias de aquel sobreendeudamiento explican el comportamiento actual de la formación bruta de capital por parte de las empresas dedicadas a la inversión inmobiliaria. O si, más bien, serían factores de demanda, vinculados con un menor acceso al crédito por parte de los hogares, y en tal caso qué variables lo explicarían.

Asimismo, dado que la inversión apalancada en vivienda podía ser percibida por una parte sustancial de los hogares como una forma de ahorro, cabe preguntarse en qué medida esa inversión que ahora no encuentra ese destino se canaliza de otros modos.

Además, un particular estudio que se nos plantea sería profundizar en temas de desigualdad. En este caso ante la situación de mayor dificultad en el acceso a la vivienda y merma en la renta disponible de los hogares ante el encarecimiento del alquiler. A este respecto surge la cuestión de qué posibles impactos tendrá esta situación en términos de desigualdad, tanto de renta como de patrimonio, así como posibles medidas de política

económica para tratar de corregir la situación. Encontramos en todo caso que esta investigación ofrece un buen punto de partida para entender el contexto de este posible estudio.

Otra viable investigación será comparar el caso español con el de otros países. ¿En qué medida la dinámica observada para el caso de la economía española es específica y qué factores serían compartidos en otros países? ¿El caso español es particular a la hora de no cumplirse los hechos de partida de la "hipótesis de la desigualdad de ingresos y consumo financiado vía deuda como causa de la fragilidad financiera", o sería un caso más generalizable?

Por último, y vinculado en este caso al primer capítulo, un tema de estudio a desarrollar sería el relacionado con los impactos y posibilidades de las innovaciones emergentes en materia monetaria. Desde la emisión privada y descentralizada que plantean las distintas iniciativas de criptoactivos a la posibilidad de un dinero público digital. Y cómo en este segundo caso podría abrir la posibilidad de que los particulares pudieran tener cuentas abiertas en el banco central y no estar limitadas a las entidades de depósito como en la actualidad, lo que podría suponer el fin de estas instituciones como intermediarios financieros.

Una transformación más de un dinero y un sistema financiero en constante evolución.

BIBLIOGRAFÍA

-AALBERS, M. B. (2008). "The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis". *Competition and Change*, vol. 12, n. 2 (junio), 148-166.

-___ (2016). *The Financialization of Housing. A Political Economy Approach*. Nueva York: Routledge.

-ABDELAL, R. (2009). *Capital Rules. The Construction of Global Finance*. Cambridge, Ma.: Harvard University Press.

-ADRIAN, T.; ASHCRAFT, A. B. y CETORELLI, N. (2013). "Shadow Bank Monitoring. Reserva Federal de Nueva York", *Staff Reports*, No. 638 (septiembre). Disponible en: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr638.pdf

-ADRIAN, T. y SHIN, H. S. (2008). "Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole".

-___ (2010). "Liquidity and Leverage". *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, n. 3 (julio), 418-437.

-ADRIÁN MARCHETTI, M. y MARTÍNEZ CARRASCAL, C. (2013). "Un análisis del endeudamiento de las familias a partir de la encuesta del eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares de 2010". Banco de España. *Boletín Económico* (diciembre), 29-40. Disponible en: https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/publicaciones-discontinuadas/articulos-analiticos/analisis-endeudamiento-familias-partir-encuesta-eurosistema-sobre-situacion-financiera-y-consumo-hogares-2010.html

-AFI, ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2012). *Guía del sistema financiero español*. Madrid: Ediciones Empresa Global.

-AGLIETTA, M. y BRAND, T. (2015). *Un* New Deal *para Europa. Crecimiento, euro, competitividad*. Madrid: Traficantes de Sueños.

-AGLIETTA, M. y MOATTI, S. (2000). *El FMI. Del orden monetario a los desórdenes financieros*. Madrid: Akal. Edición de 2002.

-AGLIETTA, M. y REBERIOUX, A. (2004). *Dérives du Capitalisme Financier*. París: Albin Michel.

-AKIN, Ö.; GARCÍA MONTALVO, J.; GARCÍA VILLAR, J.; PEYDRÓ, J. L. y RAYA, J. M. (2014). "The Real Estate and Credit Bubble: Evidence from Spain". *SERIEs – Journal of the Spanish Economic Association*, vol. 5 (agosto), 223-243.

-ALONSO, F. y BLÁZQUEZ, P. (2013). "*Carry Trade* y *Credit Crunch* en la economía española". *Papeles de Europa*, vol. 26, n. 2, 64-92. Disponible en: https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4608410

-ÁLVAREZ, I. (2013). *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial. El caso de Francia entre 1980-2010*. Tesis doctoral. Madrid: Universidad Complutense.

-ÁLVAREZ, I.; LUENGO, F. y UXÓ, J. (2013). *Fracturas y crisis en Europa*. Madrid: Clave Intelectual.

-AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. y PEDERSEN, L. H. (2005). "Liquidity and Asset Prices". *Foundations and Trends in Finance*, vol. 1, n. 4, 269-364. Disponible en: https://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/papers/LiquidityAssetPricing.pdf

-AMOUNTZIAS, C. (2019). "An Investigation of the Effects of Income Inequality on Financial Fragility: Evidence from Organization for Economic Co-Operation and Development Countries". *International Journal of Finance & Economics*, vol. 24, 241-259.

-ANUNDSEN, A. K.; GERDRUP, K.; HANSEN, F. y KRAGH-SØRENSEN, K. (2014). "Bubbles and Crises: The Role of House Prices and Credit". Norges Bank Research, Working Paper 14/2014. Disponible en: https://www.norges-bank.no/contentassets/36e4f0c8c5c943b79f6cc5163e75c289/working_paper_14_2014.pdf?v=09032017123431

-ARCE, Ó.; ISPIERTO, A. y MARTÍN, M. R. (2012). "Hacia mercados de titulización líquidos y eficientes". Banco de España. *Revista de Estabilidad Financiera*, n. 22 (mayo), 77-95.

Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/12/May/Fic/ref2012224.pdf

-ARNON, A. (2011). *Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell*. Nueva York: Cambridge University Press.

-AYALA, L. (2016). "La desigualdad en España: Fuentes, tendencias y comparaciones internacionales". FEDEA, Estudios Sobre la Economía Española, 2016/24. Disponible en:
https://documentos.fedea.net/pubs/eee/eee2016-24.pdf

-AZPILCUETA, M. de (1566). *Comentario resolutorio de cambios*. Introducción y texto crítico por Ullastres, A.; Pérez Prendes, J. M; y Pereña, L. Madrid: Centro Superior de Investigaciones Científicas (CSIC). Edición de 1965.

-BAGEHOT, W. (1873). *Lombard Street. Una descripción del mercado de dinero*. Madrid: Marcial Pons. Edición de 2012.

-BAGUS, P. (2023). *Anti-Rallo. Una crítica a la teoría monetaria de Juan Ramón Rallo*. Madrid: Unión Editorial.

-BAKS, K. y KRAMER, C. (1999). "Global Liquidity and Asset Price: Measurement, Implications and Spillovers". Fondo Monetario Internacional, Working Paper WP/99168 (diciembre). Disponible en:
https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99168.pdf

-BAN, C. y GABOR, D. (2016). "The Political Economy of Shadow Banking". *Review of International Political Economy*, vol. 23, n. 6, 901-914.

-BANCO DE ESPAÑA (varios años). *Encuesta Financiera de las Familias*. Disponible en:
https://app.bde.es/efs_www/home?lang=ES

-____ (2017). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. Madrid: Banco de España (mayo). Disponible en:
https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Arc/Fic/InformeCrisis_Completo_web.pdf

-BANYULS, J. y LLORENTE, R. (2008). "La industria del automóvil en España: Reorganización de la cadena de valor y gestión laboral". Ponencia presentada en las XI Jornadas de Economía Crítica. Bilbao (27-29 marzo). Disponible en:
http://www.asociacioneconomiacritica.org/wp-content/themes/vantage/JEC_old/jec11/cas/Lorente_Banyuls.pdf

-BARBA, A. y PIVETTI, M. (2009). "Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications- A Long Period Analysis". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, n. 1, 113-137.

-BAZILLIER, R. y HÉRICOURT, J. (2017). "The Circular Relationship between Inequality, Leverage, and Financial Crises". *Journal of Economic Surveys*, vol. 31, n. 2, 463-496.

-BCE, Banco Central Europeo (2012). "Liquidez global: Conceptos, medidas e implicaciones desde la perspectiva de la política monetaria". Banco Central Europeo, *Boletín Mensual* (octubre), 59-74. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/12/Fich/bm1210-3.pdf

-____ (2013). "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. Results From the First Wave". Statistics Paper Series, n. 2 (abril). BCE. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecbsp2.en.pdf

-BERGÉS, Á. y BALIÑA, S. (2015). "El mapa de la deuda en España. ¿Quién debe a quién?". *Cuadernos de Información Económica*, n. 244, 23-32. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/244art04.pdf

-BERNANKE, B. (1983). "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression". *American Economic Review*, vol. 73, n. 3, 257-276.

-____ (2005). "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit, Speech at the Sandridge Lecture", Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia (marzo).

Disponible en: https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/

-BERNANKE, B. y GERTLER, M. (1989). "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations". *American Economic Review*, vol. 79, n. 1, 14-31.

-____ (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4 (otoño), 27-48.

-BERNANKE, B.; GERTLER, M. y GILCHRIST, S. (1998). "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework". National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 6455 (marzo). Disponible en:

https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6455

-BODIN, J. (1568). *Paradoxes de M. de Malestroit Touchant le Fait des Monnaies et l'Enrichissement de Toutes Choses*. París: Armand Colin. Edición de 1932.

-BONHOMME, S. y HOSPIDO, L. (2012). "The Cycle of Earnings Inequality: Evidence from the Spanish Social Security Data". Banco de España, Working Paper 1225. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/12/Fich/dt1225e.pdf

-BORDO, M. D. (1993). "The Bretton Woods Historical Monetary System: A Historical Overview", en Bordo, M. D. y Eichengreen, B. (eds.) *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*. Chicago: University of Chicago Press, 3-108.

-BORDO, M. D.; EICHENGREEN, B.; IRWIN, D.; FRANKEL, J. y TAYLOR, A. M. (1999). "Is Globalization Today Really Different from Globalization a Hundred Years Ago?", Brooking Trade Forum, 1-72. Disponible en: https://eml.berkeley.edu/~eichengr/research/brooking.pdf

-BORDO, M. D.; EICHENGREEN, B. y KIM, J. (1998). "Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today?". National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 6738 (septiembre). Disponible en: https://www.nber.org/papers/w6738

-BORDO, M. D. y MEISSNER, C. M. (2012). "Does Inequality Lead to a Financial Crisis?". *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n. 8, 2.147-2.161.

-BORIO, C. y DISYATAT, P. (2011). "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or Not Link?". Banco de Pagos Internacionales, BIS Working Papers, n. 346. Disponible en: https://www.bis.org/publ/work346.pdf

-BOUSHEY, H. y WELLER, C. E. (2008). "Has Growing Inequality Contributed to Rising Household Economic Distress?". *Review of Political Economy*, vol. 20, 1-22.

-BOVER, O. (2010). "Wealth Inequality and Household Structure: U.S. vs. Spain". *Review of Income and Wealth*, Series 56, n. 2 (junio), 259-290.

-____ (2011). "Efecto de la rentabilidad de la vivienda como inversión sobre las decisiones de compra: Evidencia empírica a partir de la EFF". Banco de España. *Boletín Económico* (mayo), 41-48. Disponible en:

https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/publicaciones-discontinuadas/articulos-analiticos/efecto-rentabilidad-vivienda-como-inversion-sobre-decisiones-compra-evidencia-empirica-partir-eff.html

-BOYER, R. (2000). "Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis". *Economy and Society*, vol. 29, n. 1 (febrero), 111-145.

-BRAUDEL, F. (1977). *Afterthoughts on Material Life and Capitalism*. Baltimore: John Hopkins University Press.

-BRUNNERMEIER, M. (2009). "Financial Crises: Mechanisms, Prevention, and Management", en Dewatripont, M.; Freixas, X. y Portes, R. (eds.) *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*. Centre for Economic Policy Research. Disponible en: https://cepr.org/system/files/publication-files/68581-macroeconomic_stability_and_financial_regulation_key_issues_for_the_g20.pdf

-BUENDÍA, L. (2020). "A Perfect Storm in a Sunny Economy: A Political Economy Approach to the Crisis in Spain". *Socio-Economic Review*, vol. 18, n. 2, 419-438.

-BUENDÍA, L.; MOLERO-SIMARRO, R. y MURILLO, J. (2018). "The Distributive Pattern of the Spanish Economy. The Impact of Adjustment on Inequalities", en Buendía y Molero-Simarro (eds.) *The Political Economy of Contemporary Spain. From Miracle to Mirage*. Londres: Routledge, 124-149.

-BUSTELO, P. (2007). "Progreso y alcance de la globalización financiera: Un análisis empírico del período 1986-2004". *Información Comercial Española (ICE)*, n. 2922 (octubre), 19-32. Disponible en: https://revistasice.com/index.php/BICE/article/view/4377/4377

- BÜYÜKKARABACAK, B. y VALEV, N. T. (2010). "The Role of Household and Business Credit in Banking Crises". *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, n. 6 (junio), 1.247-1.256.

-CABALLERO, R. J.; FARHI, E. y GOURINCHAS, P. O. (2008). "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances". *Brookings Papers on Economic Activity*, (otoño). Disponible en: https://economics.mit.edu/sites/default/files/publications/Financial%20Crash%20Commodity%20Prices%20and%20Global%20Imbala.pdf

-CALVO, G. A. (1998). "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops". *Journal of Applied Economics*, vol. 1, n. 1, 35-54.

-CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2017). "Banca en la sombra: España en el entorno global". *Cuadernos de Información Económica*, n. 259, 59-66.

-CARDACI, A. (2018). "Inequality, Household Debt, and Financial Instability: An Agent-Based Perspective". *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 149 (mayo), 434-458.

-CÁRDENAS, L. (2017). *Estudios de macrodinámica aplicados a la economía española: productividad, inversión y distribución de la renta*. Tesis doctoral. Madrid: Universidad Complutense.

-____ (2018). "Notas sobre la teoría kaleckiana de la inversión". *Cuadernos de Economía*, vol. 41, n. 115, 119-129. Disponible en: https://www.elsevier.es/en-revista-cuadernos-economia-329-pdf-S0210026617300274

-CATARINEU, E. y PÉREZ, D. (2008). "La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: El modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial". Banco de España. *Revista de Estabilidad Financiera*, n. 14 (mayo), 89-121. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/May/Fic/IEF200814-5.pdf

-CEE, Comunidad Económica Europea (1970). Werner Report. "Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community". Bulletin, n. 11 (Suplemento). Disponible en: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf

-CESA-BIANCHI, A.; CÉSPEDES, L. F. y REBUCCI, A. (2015). "Global Liquidity, House Prices, and Macroeconomy: Evidence from Advanced and Emerging Economies". Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/15/23 (enero). Disponible en: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Global-Liquidity-House-Prices-and-the-Macroeconomy-Evidence-from-Advanced-and-Emerging-42672

-CGFS, Committee on the Global Financial System (2011). "Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications". Banco de Pagos Internacionales, CGFS Papers, n. 45 (noviembre). Disponible en: https://www.bis.org/publ/cgfs45.pdf

-CHANCELLOR, E. (2022). *El precio del tiempo. La verdadera historia de los tipos de interés*. Barcelona: Deusto. Edición de 2024.

-CHEN, S.; LIU, P.; MAECHLER, A. M.; MARSH, C.; SAKSONOVS, S. y SHIN, H. S. (2012). "Exploring the Dynamics of Global Liquidity". Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/12/246 (octubre). Disponible en: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Exploring-the-Dynamics-of-Global-Liquidity-40045

-CHMELAR, A. (2013). "Household Debt and the European Crisis". European Credit Research Institute (ECRI), Paper Presented at the ECRI Conference (mayo). Research Report n. 13. Disponible en: https://www.files.ethz.ch/isn/166859/Household%20Debt%20and%20the%20European%20Crisis.pdf

-CHRISTELIS, D.; EHRMANN, M. y GEORGARAKOS, D. (2015). "Exploring Differences in Household Debt across Euro Area Countries and the United States". Bank of Canada / Banque du Canada. Working Paper / Document du Travail 2015-16 (mayo). Disponible en: www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/05/wp2015-16.pdf

-COHEN, B. J.; DOMANSKI, D.; FENDER, I. y SHIN, H. S. (2017). "Global Liquidity: A Selective Review". *Annual Review of Economics*, vol. 9, 587-612. Disponible en: https://www.annualreviews.org/content/journals/10.1146/annurev-economics-063016-104331

-COMISIÓN EUROPEA (2019). "European Semester: Country Report Spain. Commission Staff Working Document". Bruselas: Comisión Europea. Disponible en: https://commission.europa.eu/document/download/682778cf-0a87-49e2-9a51-27fcead58ce8_en?filename=2019-european-semester-country-report-spain_en.pdf

-COVAL, J.; JUREK, J. y STAFFORD, E. (2009). "The Economics of Structured Finance". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1 (invierno), 3-25. Disponible en: https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.3

-CROTTY, J. (2005). "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destruction Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era", en Epstein, G. A. (ed.) *Financialization and the World Economy*, Cheltemham: Edward Elgar, 77-110.

-CUERPO, C.; DRUMOND, I.; LENDVAI, J.; PONTUCH, P. y RACIBORSKI, R. (2013). "Indebtedness, Deleveraging Dynamics, and Macroeconomic Adjustment". Comisión Europea, Economic Paper, n. 447.

-CYNAMON, B. Z. y FAZZARI, S. M. (2013). "Inequality and Household Finance During the Consumer Age". Levy Economics of Bard College, Working Paper n. 752. Disponible en: https://www.levyinstitute.org/publications/inequality-and-household-finance-during-the-consumer-age/

-____ (2015). "Household, Income, Demand, and Saving: Deriving Macro Data with Micro Data Concepts". Institute for New Economic Thinking, Working Paper Series, n. 13. Disponible en: https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP13-CynamonFazzari.pdf

-DALLERY, T. y VAN TREECK, T. (2009). "Objetivos empresariales, regímenes de crecimiento macroeconómico y finanzas". *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*, n. 72, 140-161.

-DARIUS, R. y RADDE, S. (2010). "Can Global Liquidity Forecast Asset Prices?". Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/10196 (agosto). Disponible en: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10196.pdf

-DAVIDSON, P. (1972). *Money and the Real World*. Londres: MacMillan.

-DEANE, M. y PRINGLER, R. (1996). *Bancos centrales*. Madrid: Escuela de Finanzas Aplicadas, AFI.

-DEBELLE, G. (2004). "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt". Banco de Pagos Internacionales, BIS Working Paper n. 153. Disponible en: https://www.bis.org/publ/work153.pdf

-DE CECCO, M. (1984). *The International Gold Standard: Money and Empire*. Londres: Pinter.

-DE GRAUWE, P. (1989). *International Money. Post-war Trends and Theories*. Oxford: Clarendon Press.

-____ (1992). *The Economics of Monetary Integration*. Oxford: Oxford University Press.

-DE LA DEHESA, G. (2009). *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Madrid: Alianza Editorial. Edición de 2010.

-DE LOS MONTEROS, A. E. (1934). "La controversia monetaria actual". *El Trimestre Económico*, vol. 1, n. 2, Fondo de Cultura Económica, 131-154.

-DEL RÍO, A. (2015). "La financiarización a debate: La desvinculación entre beneficios e inversión en el caso español". *Investigación Económica*, vol. LXXIV, n. 291, 53-77.
-DEMIR, F. (2009). "Financial Liberalization, Private Investment, and Portfolio Choice: Financialization of Real Sector in Emerging Markets". *Journal of Development Economics*, vol. 88, n. 2, 314-324.
-DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y DETRIGUIACHE, E. (1998). "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries". Fondo Monetario Internacional, *IMF Staff Papers*, n. 45, 81-109. Disponible en: https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/1998/03-98/pdf/demirguc.pdf
-DIAMOND, D. W. y DYBVIG, P. H. (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity". *Journal of Political Economy*, vol. 91, n. 3 (junio), 401-419.
-DÍAZ, A. y LUENGO-PRADO, M. J. (2008). "On the User Cost and Homeownership". *Review of Economic Dynamics*, vol. 11, n. 3 (julio), 584-613.
-DIMAND, R. W. (1997). "Irving Fisher and Modern Macroeconomics". *American Economic Review*, vol. 87, n. 2, 442-444.
-DREES, B. y PAZARBASIOGLU (1998). "The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization", Fondo Monetario Internacional, IMF Occasional Paper, n. 161. Disponible en: https://www.imf.org/en/Publications/Occasional-Papers/Issues/2016/12/30/The-Nordic-Banking-Crisis-Pitfalls-in-Financial-Liberalization-Pitfalls-in-Financial-2561
-DUESENBERRY, J. S. (1949). *Saving, and the Theory of Economic Behavior*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press. Edición de 1953.
-DUMÉNIL, G. y LÉVY, D. (2005). "Costs and Benefits of Capitalism: A Class Analysis", en Epstein, G. A. (ed.) *Financialization and The World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 17-45.
-EGGERTSSON, G. B. y KRUGMAN, P. (2012). "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, n. 3 (agosto), 1.469-1.513.
- EICHENGREEN, B. (1992). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Nueva York: New York University Press.
-____ (1996). *La globalización del capital. Historia del sistema monetario internacional*. Barcelona: Antoni Bosch. Edición actualizada de 2021.

-EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. y PANIZZA, U. (2002). "Original Sin: The Pain, the Misery, and the Road to Redemption", en Eichengreen, B. y Hausmann, R. (eds.) *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.

-EMF, European Mortgage Federation (varios años). *Hypostat. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*. Bruselas: EMF.

-EPSTEIN, G. A. (ed.) (2005). *Financialization and the World Economy.* Cheltenham: Edward Elgar.

-EVANS, T. (1997). "Marxian Theories of Credit, Money and Capital". *International Journal of Political Economy*. vol. 27, n. 1 (primavera), 7-42.

-FAMA, E. F. (1965). "The Behavior of Stock-Market Prices". *Journal of Business*, vol. 38, n. 1 (enero), 34-105.

-____ (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance*, vol. 25, n. 2 (mayo), 383-417.

-FERGUSON, N. (2020). *El triunfo del dinero. Una historia financiera del mundo*. Barcelona: Debate. Edición ampliada de 2022.

-FERNÁNDEZ, M. J. (2012). "La distribución funcional de la renta en España y en la UEM en la última década". *Cuadernos de Información Económica*, n. 231, 31-38.

-FERNÁNDEZ, R. y GARCÍA, C. (2018). "Wheels within Wheels within Wheels: The Importance of Capital Inflows in the Origin of the Spanish Financial Crisis". *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 42, n. 2 (marzo), 331-353.

-FERNÁNDEZ-VILLAVERDE, J.; GARICANO, L. y SANTOS, T. (2013). "Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone". *Journal of Ecoonomic Perspectives*, vol. 27, n. 3 (verano), 145-166.

-FISHER, I. (1911). *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises*. Nueva York: MacMillan. Edición de 1920. Edición digitalizada, disponible en el portal de la Reserva Federal de Saint Louis: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/fispur20.pdf?utm_source=direct_download

-____ (1932). *Booms and Depressions: Some First Principles*. Nueva York: Adelphi Company Publishers.

-____ (1933). “The Debt-Deflation Theory of the Great Depression”. *Econometrica*, vol. 1, 337-357. Disponible en: https://fraser.stlouisfed.org/title/debt-deflation-theory-great-depressions-3596

-FISHLOW, A. (1985). “Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period”. *International Organization*, vol. 39, n. 3 (verano), 383-439.

-FITOUSSI, J. P. y SARACENO, F. (2010). “Inequality and Macroeconomic Performance”. OFCE/POLHIA, Document de Travail de l’OFCE (Observatoire Français des Conjonctures Économiques, n. 2010-13. Disponible en: https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2010-13.pdf

-FLEMING, J. M. (1962). “Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates”. Fondo Monetario Internacional, *Staff Papers*, vol. 9, n. 3, 369-380. Disponible en: https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/1962/003/024.1962.issue-003-en.xml

-FMI, Fondo Monetario Inernacional (2010). “Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation”, en *World Economic Outlook* (octubre), Capítulo 3, 93-124. Disponible en: https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781589069473/ch03.xml

-____ (2021). “Investment Funds and Financial Stability. Policy Considerations”. García Pascual, A.; Singh, R. y Surti, J. (dirs.). *Departamental Papers* DP/2021/018. Disponible en: https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2021/09/13/Investment-Funds-and-Financial-Stability-Policy-Considerations-464654

-FONTANA, G. y VENTURINO, E. (2003). “Endogenous Money: An Analytical Approach”. *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 50, n. 4 (septiembre), 398-416.

-FRANK, R. H.; LEVINE, A. S. y DIJK. O. (2014). “Expenditure Cascades”. *Review of Behavioral Economics*, vol. 1, n. 1-2, 55-73.

-FRIEDMAN, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago.

-____ (1957). *A Theory of Consumption Function*. San Francisco: Golden Springs Publishing. Edición de 2016.

-____ (1968). “The Role of Monetary Policy”. *American Economic Review*, vol. 58, n. 1 (marzo), 1-17.

-____ (1982). “Un sistema monetario para una sociedad libre”. *Estudios Públicos*, n. 6, 165-178.

-____ (1990). “Bimetallism Revisited”. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, n. 4 (otoño), 85-104.

-____ (1991). *La economía monetarista*. Barcelona: Gedisa. Edición de 1992.

-FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Nueva Jersey: Princeton University Press.

-FROUD, J.; HASLAM, C.; JOHAL, S. y WILLIAMS, K. (2000). “Shareholder Value, and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves”. *Economy and Society*, vol. 29, n. 1 (febrero), 80-110.

-FSB, Financial Stability Board (2011). “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation”. Disponible en: https://www.fsb.org/uploads/r_111027a.pdf

-FUENTES CASTRO, D. (2014). “Evolución reciente del desendeudamiento por sectores institucionales”. *Cuadernos de Información Económica*, n. 253 (julio/agosto), 41-50.

-FUENTES EGUSQUIZA, I. (2007). “La titulización en España: Principales características”. Banco de España. *Boletín Económico* (diciembre), 91-98.
Disponible en:
https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/07/Dic/Fich/art5.pdf

-____ (2008). “Evolución de la brecha crédito-depósitos y de su financiación durante la década actual. Banco de España”. *Boletín Económico* (diciembre), 61-68.
Disponible en:
https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/08/Dic/Fich/art4.pdf

-GALBRAITH, J. K. (1990). *Breve historia de la euforia financiera*. Barcelona: Ariel. Edición de 2011.

-____ (1996). *El dinero. De dónde vino y adónde fue*. Barcelona: Ariel. Edición de 2014.

-GALBRAITH, J. K. (2012). *Inequality and Instability: A Study of the World Economy Just before the Great Crisis.* Oxford: Oxford University Press.

-GARCÍA MONTALVO, J. (2006). “Deconstruyendo la burbuja: Expectativas de revalorización y precio de la vivienda en España”. *Papeles de Economía Española*, n. 109, 44-75. Disponible en:

www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_PEE/109art05.pdf
-____ (2009). “Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera. Lecciones a partir de la recesión de 2008-2009”. *Papeles de Economía Española*, n. 122, 66-85. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_PEE/122art08.pdf
-GARCÍA MORA, A.; HERVÁS ORTEGA, G.; ROMERO PANIAGUA, M. (2007). “El sistema financiero español ante la crisis crediticia internacional”. *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*, n. 66, 92-125.
-GARZÓN, E. (2024). *Modern Monetary Theory. A Comprehensive and Constructive Criticism*. Londres: Routledge.
-GARZÓN, E.; MEDIALDEA, B. y SANABRIA, A. (2018). “The Spanish Financial Sector. Debt Crisis and Bailout”, en Buendía y Molero-Simarro (eds.) *The Political Economy of Contemporary Spain. From Miracle to Mirage*. Londres: Routledge, 77-97.
-GENG, N. (2018). “Fundamental Drivers of House Prices in Advanced Economies”. Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper, WP/18/164 (julio). Disponible en: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/07/13/Fundamental-Drivers-of-House-Prices-in-Advanced-Economies-46053
-GENTO MARHUENDA, P. (2006). “La evolución del endeudamiento de los hogares españoles durante el decenio 1996-2005”. *Revista Asturiana de Economía*, n. 36, 141-170.
-GERTLER, M. (1988). “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview”. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20, n. 3, parte 2: “Recent Developments in Macroeconomics” (agosto), 559-588.
-GIL, P.; MARTÍ, F.; MORRIS, R.; PÉREZ, J. J. y RAMOS, R. (2017). “The Output Effects of Tax Changes: Narrative Evidence from Spain”. Banco de España, Documentos de Trabajo, n. º 1.721. Disponible en: https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/7270/1/dt1721e.pdf
-GOLDBERG, L. S. (2013). “Banking, Globalization, Transmission, and Monetary Policy Autonomy”. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 19497 (octubre). Disponible en: https://www.nber.org/papers/w19497

-____ (2023). “Global Liquidity: Drivers, Volatility and Toolkits”. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 31355 (junio). Disponible en: http://www.nber.org/papers/w31355

-GOODGHART, C. A. E. (1989). *Money, Interest and Uncertainty*. Cambridge: MIT Press.

-GRACIA, M. y PAZ, M. J. (2018). “Spain’s External Insertion. Peripherial or Not?”, en Buendía y Molero-Simarro (eds.) *The Political Economy of Contemporary Spain. From Miracle to Mirage*. Londres: Routledge, 49-76.

-GRAEBER, D. (2011). *En deuda. Una historia alternativa de la economía*. Barcelona: Ariel. Edición de 2012.

-GRAHL, J. y LYSANDROU (2003). “Sand in the Wheels or Spanner in the Works? The Tobin Tax and Global Finance”. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 27, n. 5, 597-621.

-GRICE-HUTCHINTON, M. (1989). “El concepto de la Escuela de Salamanca: Sus orígenes y su desarrollo”. *Revista de Historia Económica*, año VII, n. 2 (suplemento), 21-26.

-GRUBB, F. (2012). “Is Paper Money Just Paper Money? Experimentation and Variation in the Paper Monies Issued by the American Colonies from 1690 to 1775”. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 17997 (abril). Disponible en: https://www.nber.org/papers/w17997

-____ (2016). “Colonial American Paper Money and The Quantity Theory of Money: An Extension. National Bureau of Economic Research”, NBER Working Paper 22192 (abril). Disponible en: https://www.nber.org/papers/w22192

-HAUNER, T.; MILANOVIC, B. y NAIDU, S. (2020). “Inequality, Foreign Investment, and Imperialism Prior to World War I”. Stone Center on Socio-Economic Inequality Working Paper (febrero). Disponible en: https://stonecenter.gc.cuny.edu/files/2017/11/milanovic-inequality-foreign-investment-and-imperialism-2020.pdf

-HEIN, E. (2010). “Shareholder Value Orientation, Distribution and Growth. Short and Medium-run Effects in a Kaleckian Model”. *Metroeconomica*, vol. 61, n. 2, 302-332.

-____ (2011). “Distribution, ‘Financialisation’ and the Financial and Economic Crisis: Implications for Post-Crisis Economic Policies”. Hochschule für Wirtschaft und Recht

Berlin / Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, Working Paper n. 09/2011. Disponible en:
https://www.econstor.eu/bitstream/10419/59307/1/718105486.pdf
-____ (2013). "Finance-Dominated Capitalism, Re-Distribution and the Financial and Economic Crises: A European Perspective", en Dejuán, Ó.; Febrero, E.; y Uxó, J. (eds). *Post-Keynesian Views of the Crisis and Its Remedies*. Nueva York: Routledge, 14-45.
-HICKS, J. R. (1937). "Mr. Keynes and the 'Classics': a Suggested Interpretation". *Econometrica*, Vol. 5, n. 2, 147-159.
-HILFERDING, R. (1910). *El capital financiero*. Madrid: Tecnos. Edición de 1973.
-HOBSON, J. A. (1902). *Estudio del imperialismo*. Madrid: Alianza Editorial. Edición de 1981.
-HOUSE OF COMMONS [Cámara de los Comunes] (1810). *Report, together with Minutes of Evidence and Accounts, from The Selected Committee Appointed to Inquire into the Cause of the High Price of Gold Bullion, and to Take into Consideration the State of the Circulating Medium, and of Exchanges between Great Britain and Foreign Parts*. Londres: Cámara de los Comunes. Versión digitalizada:
https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=uc1.$b288271&seq=9
-HOWELLS, P. (1995). "The Demand for Endogenous Money". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, n. 1 (septiembre), 771-797.
-HUERTA DE SOTO, J. (1998). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Madrid: Unión Editorial. Edición de 2016.
-____ (2002). *Nuevos estudios de economía política*. Madrid: Unión Editorial. Tercera Edición, 2022.
-HUME, D. (1752). *Of Money*. Nueva York: Universidad de Columbia. Edición digitalizada de 1882.
-HUSSON, M. (2008). *Capitalismo puro*. Madrid: Maia Ediciones. Edición de 2009.
-IACOVIELLO, M. (2008). "Household Debt, and Income Inequality, 1963-2003". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 40, n. 5 (Agosto), 929-965.
-IZQUIERDO, M. y LACUESTA, A. (2012). "The Contribution of Changes in Employment Composition and Relative Returns to the Evolution of Wage Inequality: The Case of Spain". *Journal of Population Economics*, Vol. 25, 511-543.

-JAPPELLI, T.; PAGANO, M. y DI MAGGIO, M. (2013). "Households' Indebtedness and Financial Fragility". *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, n. 1, 23-46.

-JEVONS, W. S. (1879). *Money and the Mechanism of Exchange*. Nueva York: D. Appleton and Company.

-JIMÉNEZ, G.; ATIF, M.; PEYDRÓ, J. L. y SAURINA, J. (2020). "The Real Effects of the Bank Lending Channel". *Journal of Monetary Economics*, vol. 115 (noviembre), 162-179.

-JIMÉNEZ-RIDRUEJO AYUSO, Z. (2014). "El comportamiento del sector financiero, su crisis y sus repercusiones", en García, N. E. y Ruesga, S. M. (coords.) *¿Qué ha pasado con la economía española? La Gran Recesión 2.0 (2008 a 2013)*. Madrid: Pirámide, 151-185.

-JOHNSON, H.G. (1971). "The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution". *American Economic Review*, vol. 61, n. 2 (mayo), Papers and Proceedings of the Eighty-Third Annual Meeting for the American Economic Association, 1-14.

-JORDÀ, Ò.; SCHULARICK, M.; y TAYLOR, A. M. (2011). "Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons". Fondo Monetario Internacional, *IMF Economic Review*, vol. 59, n. 2, 340-278. Disponible en: https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2010/arc/pdf/ojmsat.pdf

-____ (2014). "The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles". National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 20501 (septiembre). Disponible en: http://www.nber.org/papers/w20501

-____ (2015a). "Betting the House". *Journal of International Economics*, vol. 96, suplemento 1 (julio), S2-S18.

-____ (2015b). "Leveraged Bubbles". *Journal of Monetary Economics*, vol. 76, suplemento (diciembre), S1-S20.

-____ (2016). "The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles". *Economic Policy*, vol. 31, n. 85 (enero), 107-152.

-KAHNEMAN, D. y TVERSKY, A. (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk". *Econometrica*, vol. 47, n. 2 (marzo), 263-292.

-KALDOR, N. (1955). "Alternative Theories of Distribution". *The Review of Economic Studies*, vol. 23, n. 2 (enero), 83-100.

-____ (1982). *The Scourge of Monetarism*. Oxford: Oxford University Press.

-____ (1985). "How Monetarism Failed". *Challenge*, vol. 28, n. 2, 4-13.

-KALECKI, M. (1942). "A Theory of Profits". *The Economic Journal*, vol. 52, n. 206/207 (junio-septiembre), 258-267.

-____ (1954). *Teoría de la dinámica económica*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica. Edición de 1995.

-____ (1971). *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, 1933-1970. Londres: Cambridge University Press.

-KAMINSKY, G. L. y REINHART, C. M. (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems". *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, 473-500.

-KATARYNIUK, I. y VALLÉS, J. (2015). "Fiscal Consolidation After the Great Recession: The Role of Composition". Banco de España, Documentos de Trabajo, n. 1.515. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/15/Fich/dt1515e.pdf

-KEEN, S. (1995). "Finance and Economic Breakdown: Modeling Minsky's Financial Instability Hypothesis". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 17, n. 4, 607-635.

-____ (2011). *Debunking Economics – Revised and Expanded Edition: The Naked Emperor Dethroned*. Londres: Zed Books.

-____ (2013). "A Monetary Minsky Model of the Great Moderation and the Great Recession". *Journal of Economic Behaviour & Organization*, vol. 86 (febrero), 221-235.

-KENEN, P. B. (1969). "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", en Mundell, R. y Swoboda, A. (eds.) *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press, 41-60.

-KEYNES, J. M. (1919). *Las consecuencias económicas de la paz*. Barcelona: Crítica. Edición de 2010.

-____ (1930). *Tratado del dinero. Teoría pura y aplicada del dinero*. Madrid: Marcial Pons. Edición de 1996.

-____ (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica. Edición de 2010.

-KINDLEBERGER, C. P. (1973). *La crisis económica 1929-1939*. Madrid: Capitán Swing. Edición de 2009.

-____ (1978). *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*. Barcelona: Ariel. Edición de 2012 completada y actualizada por Aliber. R. Z.

-____ (1984). *Historia financiera de Europa*. Barcelona: Crítica, 2011.

-____ (1985). "Keynesianismo frente a Monetarismo en la Francia de los Siglos XVIII y XIX", en Kindleberger, C.P. *Problemas históricos e interpretaciones económicas. Estudios de historia financiera*. Barcelona: Crítica. Edición de 1992, 17-49.

-____ (1986). "International Public Goods Without International Government". *American Economic Review*, vol. 76, n. 1 (marzo), 1-13.

-KING, M. (1994). "Presidential Adress: Debt Deflation. Theory and Evidence". *European Economic Review*, vol. 38, n. 3-4, 419-445.

-____ (2016). *El fin de la alquimia. Dinero, banca y el futuro de la economía global*. Barcelona: Deusto.

-KIYOTAKI, N. y MOORE, J. (1997). "Credit Cycles". *Journal of Political Economy*, vol. 105, n. 2 (abril), 211-248.

-KIYOTAKI, N. y WRIGHT, R. (1989). "On Money as a Medium of Exchange". *Journal of Political Economy*, vol. 97, n. 4 (agosto), 927-954.

-KNAPP, G. F. (1905). *The State Theory of Money*. Londres: MacMillan. Edición de 1924.

-KOHLSCHEEN, E.; MEHROTRA, A. y MIHALJEK, D. (2020). "Residential Investment and Economic Activity: Evidence from the Past Five Decades". *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n. 6 (diciembre), 287-329.

-KOO, R. (2011a). "The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics". *Real World Economics Review*, vol. 58, 19-37.

-____ (2011b). "Apuntes de la crisis global: El mundo en una recesión de balances". *Ensayos Económicos*, n. 63, 7-39. Banco Central de la República Argentina. Disponible en: https://www.bcra.gob.ar/pdfs/investigaciones/63_koo.pdf

-KREGEL, J. (1992). "Minsky's Two Price Theory of Financial Instability and Monetary Policy", en Fazzari, S. y Papadimitrou, D. (eds.), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*. Nueva York: M. E. Sharpe.

-____ (2001). “Yes, ‘It’ Did Happen Again. The Minsky Crisis in Asia”, en Bellofiori, R. y Ferri, P. (eds.), *Financial Keynesianism and Market Instability: The Legacy of Hyman Minsky*. Cheltenham: Edward Elgar.

-KRIPPNER, G. R. (2005). “The Financialization of the American Economy”. *Socio-Economic Review*, vol. 3, n. 2 (mayo), 173-208.

-____ (2011). *Capitalizing On Crisis. The Political Origins of The Rise of Finance*. Cambridge, Ma.: Harvard University Press.

-KRUEGER, D. y PERRI, F (2006). “Does Income Inequality Lead to Consumption Inequality? Evidence and Theory”. *The Review of Economic Studies*, vol. 73, n. 1 (enero), 163-193.

-KRUGMAN, P. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crash of 2008*. Nueva York: Norton.

-KUMHOF, M. y RANCIÈRE, R. (2010). “Inequality, Leverage and Crises”. Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/10/268. Disponible en: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10268.pdf

-KUMHOF, M. ; RANCIÈRE, R. y WINANT, P. (2015). “Inequality, Leverage and Crises”. *American Economic Review*, vol. 105, n. 3 (marzo), 1.217-1.245.

-LABORDA, Á. (2007). “La formación del ahorro en España: Tendencias y perspectivas”. *Cuadernos de Información Económica*, n. 200 (septiembre-octubre), 1-20.

-LAEVEN, L. y VALENCIA, F. (2008). “Systemic Banking Crises: A New Database”. Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/08/224 (noviembre). Disponible en: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf

-___ (2013). “Systemic Banking Crises Database”. Fondo Monetario Internacional, *IMF Economic Review*, vol. 61, n. 2, 225-270.

-___ (2018). “Systemic Banking Crises Revisited”. Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/18/206 (septiembre). Disponible en: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/09/14/Systemic-Banking-Crises-Revisited-46232

-LAGO PEÑAS, M. (2012). “El gasto público: Un falso culpable”. *Informes de la Fundación 1º de Mayo*, n. 46, Comisiones Obreras.

-LAPAVITSAS, C. (2011). “Theorizing Financialization”. *Work, Employment, and Society*, vol. 25, n. 2, 173-208.

-____ (2013). *Crisis en la Eurozona*. Madrid: Capitán Swing.

-LAVOIE, M. (1984). "The Endogenous Flow of Credit and the Postkeynesian Theory of Money". *Journal of Economic Issues*, vol. 18, n. 3, 771-797.

-___ (2005). *La economía postkeynesiana*. Barcelona: Icaria.

-___ (2006). "El dinero endógeno en un cuadro teórico y contable coherente", en Piégay, P. y Rochon, L. P. (dirs.) *Teorías monetarias postkeynesianas*. Madrid: Akal, 134-149.

-___ (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham / Northhampton, Ma.: Edward Elgar Publishing.

-LAZONICK, W. y O'SULLIVAN, M. (2000). "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance". *Economy and Society*, vol. 29, n. 1 (febrero), 13-35.

-LE GOFF, J. (2010). *La Edad Media y el dinero. Ensayo de antropología histórica*. Madrid: Akal. Edición de 2012.

-LENIN, V. I. (1916). *Imperialismo: La fase superior del capitalismo*. Madrid: Taurus. Edición de 1972.

-LERNER, A.P. (1947). "Money as a Creature of the State". *American Economic Review*, vol. 37, n. 2, 312-317.

-LIIKANEN, E. (dir.) (2012). "High Level Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector: Liikanen Report". Comisión Europea. Panel de expertos presidido por Erkki Liikanen. Dirección General de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de Mercado de Capitales (octubre). Disponible en: https://finance.ec.europa.eu/document/download/e30ae267-9b3a-4be5-a3fb-4e268e7b6d67_en?filename=liikanen-report-02102012_en.pdf

-LÓPEZ, I. y RODRÍGUEZ, E. (2010). *Fin de ciclo. Financiarización, territorio y sociedad de propietarios en la onda larga del capitalismo hispano (1959-2010)*. Madrid: Traficantes de Sueños.

-LOSADA LÓPEZ, R. (2006). "Estructuras de titulización: Características e implicaciones para el sistema financiero". Banco de España. *Revista de Estabilidad Financiera*, n. 11 (noviembre), 107-117. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/06/Fic/06_Estructuras_titulizacion.pdf

-LUCAS, R. (1976). “Econometric Policy Evaluation: A Critique”. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, n. 1.

-LUENGO, F. (1988). “El marco monetario y financiero internacional”, en Palazuelos, E. y Alburquerque, F. (eds.) *Dinámica capitalista y crisis actual*. Madrid: Akal, 209-238. Edición de 1990.

-MAES, I. y PASOTTI, I. (2023). “From the 1931 Sterling Devaluation to the Breakdown of Bretton Woods: Robert Triffin’s Analysis of International Monetary Crises”. Banque Nationale de Belgique/Nationale Bank van België, Working Paper Research, n. 431 (enero). Disponible en: https://www.nbb.be/en/articles/1931-sterling-devaluation-breakdown-bretton-woods-robert-triffins-analysis-international

-MALESTROIT, J. C., signeur de (1566). *Les Paradoxes du Monsieur de Malestroit, Conseiller du Roy & Maistre Ordinaire de Ses Comptes sur le Fait des Monnoyes, Présentez a Sa Maiesté, au Mois de Mars, M.D.LXVI.*

Versión digitalizada disponible en la Bibliothèque Nationale de France: https://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k800896

-MALO DE MOLINA, J.L. (2021). *Los años cruciales del Banco de España (1992-2018). Una visión desde el interior*. Madrid: Marcial Pons.

-MARSHALL, A. (1890). *Principios de economía: Un tratado de introducción*. Madrid: Aguilar. Edición de 1957.

-MARTÍN, M. R. (2012). “La titulización en España: Pasado, presente y ¿futuro?”. *Cuadernos de Información Económica*, n. 231 (noviembre/diciembre), 101-105. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/231art14.pdf

-MARTÍN, A.; MORAL-BENITO, E. y SCHMITZ, T. (2019). “The Financial Transmission of Housing Bubbles: Evidence from Spain”. Banco Central Europeo, Working Paper Series, n. 2245 (febrero). Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2245~334a97f21d.en.pdf

-MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, Á. (2007). *Economía política mundial I. Las fuerzas estructurantes*. Barcelona: Ariel.

-MARX, Karl (1867). *El capital*. Ciudad de México: Siglo XXI. Edición de 1976.

-MASON, J. W. (2018). “Income Distribution, Household Debt, and Aggregate Demand: A Critical Assessment”. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 901. Disponible en: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_901.pdf

-MATEO, J. P. (2015). “La financiarización como teoría de la crisis en perspectiva histórica”. *Cuadernos de Economía*, vol. 34, n. 64, 23-44.

-MATEO, J. P. y MONTANYÀ, M. (2018). “The Accumulation Model of the Spanish Economy. Profitability, the Real Estate Bubble, and Sectoral Imbalances”, en Buendía, L. y Molero-Simarro, R. (eds.). *The Political Economy of Contemporary Spain. From Miracle to Mirage*. Londres: Routledge, 20-48.

-MAUDOS, J. y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2014). *Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo*. Bilbao: Fundación BBVA. Disponible en: https://www.fbbva.es/wp-content/uploads/2017/05/dat/DE_2014_endeudamiento_empresas.pdf

-MAURER, H. y GRUSSENMEYER, P. (2015). “Financial Assistance Measures in the Euro Area From 2008 to 2013: Statistical Framework and Fiscal Impact”. *European Central Bank Statistics*, Paper n. 7.

-McCULLEY (2009). “The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey”. *Global Central Bank Focus*, PIMCO. Disponible en: https://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/ac34-5.pdf

-McKINNON, R. I. (1963). “Optimum Currency Areas”. *American Economic Review*, vol. 53, n. 4 (septiembre), 717-725.

-McLEAY, M.; RADIA, A. y THOMAS, R. (2014). “Money Creation in the Modern Economy”. *Quarterly Bulletin*, 2014 Q1, Bank of England.

-MEDIALDEA, B. (2010). *Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña*. Tesis doctoral. Madrid: Universidad Complutense.

-MEDIALDEA, B. y SANABRIA, A. (2013). “La financiarización de la economía mundial: Hacia una caracterización”. *Revista de Economía Mundial*, n. 33, 195-227. Disponible en: https://rabida.uhu.es/dspace/bitstream/handle/10272/7532/La%20financiarizacion%20de%20la%20econom%C3%ADa%20mundial.pdf?sequence=2

-____ (2022). “Income Inequality and Household Debt As a Factor of Financial Fragility in the Spanish Economy”. *Socio-Economic Review*, vol. 20, n. 3 (julio), 1.425-1.447.

-MENGER, C. (1871). *Principios de economía política*. Madrid: Bubok Publishing. Edición de 2018.

-____ (1892). “On the Origin of Money”. *The Economic Journal*, vol. 2, n. 6 (junio), 239-255.

-MIAN, A. y SUFI, A. (2010). “Household Leverage and the Recession of 2007-09”. Fondo Monetario Internacional, *IMF Economic Review*, vol. 58, n. 1, 74-117.

-____ (2014). *La casa de la de deuda. Las causas y soluciones de la Gran Recesión*. Barcelona: RBA. Edición de 2015.

-____ (2018). “Finance and Business Cycles: The Credit Driven Household Demand Channel”. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 24322 (febrero), Disponible en: http://www.nber.org/papers/w24322

-MIAN, A.; STRAUB, L. y SUFI, A. (2020). “Indebted Demand”. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 26940 (abril), Disponible en: http://www.nber.org/papers/w26940

-MICHELL, J. y TOPOROWSKY, J. (2014). “Critical Observations on Financialization and the Financial Process”. *International Journal of Political Economy*, vol. 42, n. 4, Understanding Financialization: History, Theory and Institutional Analysis (invierno 2013-2014), 67-82.

-MILANOVIĆ, B. (2010). *Los que tienen y los que no tienen: Una breve y singular historia de la desigualdad global*. Madrid: Alianza Editorial. Edición de 2012.

-MINSKY, H. (1975). “Financial Resources in a Fragile Financial Environment”. *Challenge*, vol. 18, n. 3 (julio/Agosto), 6-13. Disponible en: Hyman Minsky archive https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/390/

-____ (1984). *Can It Happen Again? Essays On Instability and Finance*. Nueva York: M. E. Sharpe.

-____ (1986). *Estabilizando una economía inestable*. Madrid: Profit. Edición de 2020.

-____ (1992). “The Financial Fragility Hypothesis”. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 74, (mayo).

Disponible en: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf

-MISHKIN, F. (1978). "The Household Balance Sheet and the Great Depression". *Journal of Economic History*, vol. 38, n. 4, 918-937.
-MITCHEL-INNES, A. M. (1913). "What is Money?". *Banking and Law Journal* (mayo), 377-408.
-MLYNARSKI, F. (1929). *Gold and Central Banks*. Nueva York: The MacMillan and Co.
-MODIGLIANI, F. y BRUMBERG, R. H. (1954). "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data", en Kurihara, K. K. (ed.), *Post Keynesian Economics*. New Brunswick: Rutgers University Press, 388-436.
-MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment". *American Economic Review*, 48, n. 3 (junio), 261-297.
-MOORE, B. J. (1986). "How Credit Drives the Money Supply: The Significance of Institutional Developments". *Journal of Economic Issues*, vol. 20, n. 2, 443-452.
-____ (1988). *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press.
-____ (2006). "La endogeneidad de la oferta de dinero: ¿Se fija el 'precio' o la 'cantidad' de reservas?", en Piégay, P. y Rochon, L. P. (dirs.) *Teorías monetarias postkeynesianas*. Madrid: Akal. Edición de 2006, 46-54.
-MORGAN, V. (1965). *A History of Money*. Baltimore, Maryland: Penguin Books.
-MUNDELL, R. A. (1960). "The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 74, n. 2 (mayo), 227-257.
-____ (1961). "A Theory of Optimum Currency Areas". *American Economic Review*, vol. 51, n. 4, 657-665.
-____ (1963). "Capital Movility and Stabilization Policy Under Fixed and and Flexible Exchange Rates". *The Canadian Journal of Economics and Political Science* / *Révue Canadienne d'Economique et de Science Politique*, vol. 29, n. 4 (noviembre), 475-485.
-____ (1998). "Uses and Abuses of Gresham's Law in the History of Money". *Zagreb Journal of Economics*, vol. 2, n. 2, 3-38.
-MUNRO, J. H. (2003). "The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, *Rentes*, and Negotiability". *The International History Review*, vol. 25, n. 3 (septiembre), 505-562.

-MUÑOZ-ALONSO, I. (2008). "Innovación financiera y liquidez global: Horizonte de re-evolución". *Economistas*, año 26, n. 115, 10-17.

-MUTH, J. F. (1961). "Rational Expectations and the Theory of the Price Movements". *Econometrica*, vol. 29, 315-335.

-NAKAMOTO, S. (2009). "A Peer-to-Peer Electronic Cash System".
Disponible en: https://bitcoin.org/bitcoin.pdf

-NAREDO, J. M.; CARPINTERO, Ó. y MARCOS, C. (2008). *Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la economía española (1995-2007)*. Madrid: Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS).

-OBSTFELD, M. y TAYLOR, A. M. (2017). "International Monetary Relations: Taking Finance Seriously". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, n. 3 (verano), 3-28.

-OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (2018). "OECD Economic Surveys: Spain 2018". París: OCDE. Disponible en: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-surveys-spain-2018_eco_surveys-esp-2018-en.html

-OIT, Organización Internacional del Trabajo (2012). *Global Employment Trends 2012. Preventing a Deeper Jobs Crisis.* Ginebra: OIT. Disponible en: https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/@dgreports/@dcomm/@publ/documents/publication/wcms_171571.pdf

-ORHANGAZI, Ö. (2008). "Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector. A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, n. 6 (noviembre), 863-886.

-ORESME, N. (*c.* 1355). *Tratado sobre el origen y la naturaleza, el derecho y los cambios de las monedas*. Edición de Cuadernos Empresa y Humanismo, 131. Universidad de Navarra. Edición de 2017.

-PALAZUELOS, E. (coord.) (1988). *Dinámica capitalista y crisis actual.* Madrid: Akal. Edición de 1990.

-PALAZUELOS, E. (2011). "La economía de Estados Unidos sometida al dominio de las finanzas: Vendrán tiempos peores", en Gómez, P. J. (coord.), *Economía política de la crisis*. Madrid: Editorial Complutense, 117-144.

-____ (2022). *La economía del crecimiento en equilibrio. Fabulando sobre una leyenda*. Madrid: Akal.

-PALAZUELOS, E. y ALBURQUERQUE, F. (eds.) (1986). *Estructura económica capitalista internacional: El modelo de acumulación de posguerra*. Madrid: Akal. Edición de 1990.

PALAZUELOS, E. y FERNÁNDEZ, R. (2008). "Crecimiento económico y *Trade Off* entre productividad y empleo en las economías europeas". *Estudios Económicos de Desarrollo Internacional*, vol. 8, n. 2, 41-82.

-PALLEY, T. I. (1991). "The Endogenous Money Supply: Consensus and Dissagreement". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13, n. 3 (primavera), 397-403.

-____ (2002). "Endogenous Money: What Is It and Why It Matters". *Metroeconomica*, vol. 53, n. 2 (mayo), 152-180.

-____ (2007). "Financialization: What It Is and Why It Matters". Levy Economics Institute of Bard College Working Paper n. 525. Disponible en: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/31686/1/571722628.pdf

-____ (2009). "Financiarización: Un enfoque de etapas de desarrollo". *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*, n. 72, 34-53.

-____ (2013). "Horizontalists, Verticalists, and Structuralists: The Theory of Endogenous Money Reassessed". IMK Working Paper, n. 121.

-PARGUEZ, A. (2006). "Dinero y capitalismo: La teoría general del circuito", en Piégay, P. y Rochon, L. P. (dirs.) *Teorías monetarias postkeynesianas*. Madrid: Akal, 122-133.

-PERUGINI, C.; HÖLSCHER, J. y COLLIE, S. (2015). "Inequality, Credit and Financial Crises". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 4, n. 1, 227-257.

-PETTIS, M. y KLEIN, M. (2021). *Las guerras comerciales son guerras de clase*. Madrid: Capitán Swing. Edición de 2022.

-PIJOAN-MAS, J. y SÁNCHEZ-MARCOS, V. (2010). "Spain Is Different: Falling Trends of Inequality". *Review of Economic Dynamics*, vol. 13, n. 1, 154-178.

-POLAK, J. J. (1957). "Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems". Fondo Monetario Internacional, *Staff Papers*, vol. 6, n. 1, 1-50. Disponible en: https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/1957/002/article-A001-en.xml

-____ (1998). “The IMF Monetary Model at Forty”. *Economic Modelling*, n. 15, 395-410.

-POLLIN, R. (1991). “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence”. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13, n. 13 (primavera), 366-396.

-POSTAN, M. M. (1928). *Medieval Trade and Finance*. Cambridge: Cambridge University Press. Edición de 1973.

-POZSAR, Z. (2008). “The Rise and Fall of the Shadow Banking System”. *Regional Financial Review*, n. 44 (julio), 13-25.

-POZSAR, Z.; ADRIAN, T.; ASHCRAFT, A. B. y BOESKY, H. (2010). “The Shadow Banking System”. Reserva Federal de Nueva York, Staff Report n. 458 (julio). Disponible en: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf

-PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2017). *Spanish Economic Growth, 1850-2017*. Londres: Palgrave McMillan.

-PRAK, M. y VAN ZANDEN, J. L. (2023). *Pioneros del capitalismo. Los Países Bajos 1000-1800*. Barcelona: Pasado y Presente. Edición de 2024.

-QIAN, R.; REINHART, C. y ROGOFF, K. (2011). “On Graduation from Default, Inflation and Banking Crises: Elusive or Illusion?”. *NBER Macroeconomics Annual 2010*, vol. 25, editado por Acemoglu, D. & Woodford, M. Chicago: University of Chicago Press, 1-36.

-QUINN, S. y ROBERDS, W. (2007). “The Bank of Amsterdam and the Lap to Central Bank Money”. *American Economic Review*, vol. 97, n. 2 (mayo), 262-265.

-RAJAN, R. G. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton, NJ.: Princeton University Press.

-RALLO, J. R. (2019). *Una crítica a la teoría monetaria de Mises. Un replanteamiento de la teoría del dinero y del crédito de la Escuela Austríaca de Economía*. Madrid: Unión Editorial. Edición de 2023.

-RAMEY, V. A. (2011). “Identifying Government Spending Shocks: It’s All in the Timing”. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n. 1 (febrero), 1-50.

-RAMEY, V. A. y SHAPIRO, M. D. (1998). “Costly Capital Reallocation and Effects of Government Spending”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 48, 145-194.

-REICH, R. (2010). *Aftershock. The Next Economy and America's Future*. Nueva York: Random House.

-REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009). *Esta Vez es Distinto. Ocho Siglos de Necedad Financiera*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica. Edición de 2011.

-REY H. (2013). "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*. Disponible en: https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/4575/2013Rey.pdf

-____ (2016). "International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma". *IMF Economic Review*, 64 (mayo), 6-35.

-____ (2023). "La Stabilité Financière Comme Bien Public Mondial". *Revue d'Économie Financière*, vol. 151, n. 3, 305-315.

-RICARDO, D. (1817). *Principios de economía política y tributación*. Madrid: Seminarios y Ediciones, S.A. Edición de 1972.

-ROCHON, L. P. (1999). *Credit, Money and Production*. Cheltenham: Edward Elgar.

-ROCHON, L. P. y VERNENGO, M. (2006). "El dinero del Estado y el mundo real: El malestar del chartalismo", en Piégay, P. y Rochon, L. P. (dirs.) *Teorías monetarias postkeynesianas*. Madrid: Akal, 163-172.

-RODRIK, D. (1998). "The Debate over Globalization: How to Move Forward by Looking Backward". Harvard University, John F. Kennedy School of Government. Disponible en: https://scholar.harvard.edu/files/dani-rodrik/files/debate-over-globalization.pdf

-____ (2011). *La paradoja de la globalización*. Barcelona: Antoni Bosch.

-ROLDÁN, J. M. (2008). "El papel del modelo 'originar para distribuir' en la crisis financiera de 2007". Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, n. 15 (noviembre), 9-20. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/Nov/Fic/ief0115.pdf

-ROMER, C. D. y ROMER, D. H. (1989). "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz". National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper n. 2966 (mayo).
Disponible en: https://www.nber.org/papers/w2966

-____ (2004). “A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications”. *American Economic Review*, vol. 94, n. 4 (septiembre), 1.055-1.084.

-____ (2010). “The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks”. *American Economic Review*, vol. 100, n. 3 (junio), 763-801.

-RUGGIE, J. G. (1982). “International Regimes, Transactions and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order”. *International Organization*, vol. 36, n. 2 (primavera), 379-415.

-RUIZ, J. R. (2016). *La crisis de las cajas de ahorros en España. Un nuevo episodio de inestabilidad financiera*. Tesis doctoral. Madrid: Universidad Complutense.

-SAINZ FUENTES, A. (1994). “El sistema bancario en Alemania”. *Conferencias y trabajos de investigación del Instituto de Dirección de Empresas*, n. 88. Madrid: Universidad de Alcalá de Henares. Disponible en: https://ebuah.uah.es/dspace/bitstream/handle/10017/3900/5904364053.pdf

-SAMUELSON, P. A. (1947). *Fundamentos del análisis económico*. Madrid: Fundación ICO/Thomson Reuters. Edición de 2018.

-____ (1965). “Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Ramdomly”. *Industrial Management Review*, vol. 6, n. 2 (primavera), 41-49.

-SANABRIA, A. y MEDIALDEA, B. (2016). “Lending Calling. Recession by Over-indebtedness: Description and Specific Features of the Spanish Case”. *Panoeconomicus*, vol. 63, n. 2 (Special Issue), 195-210. Disponible en: https://doiserbia.nb.rs/Article.aspx?ID=1452-595X1602195M

-SARGENT, T. J. (1978). “Rational Expectations, Econometric Exogeneity, and Consumption”. *Journal of Political Economy*, vol. 86, n. 4, 673-700.

-SAWYER, M. (2014). “What Is Financialisation?”. *International Journal of Political Economy*, vol. 42, n. 4 (invierno 2013-2014), 5-18.

-SCHOENMAKER, D. (2011). “The Financial Trilemma”. *Economic Letters*, vol. 111, n. 1, 57-59.

-____ (2013). *Governance of International Banking: The Financial Trilemma*. Oxford: Oxford University Press.

-SCHULARICK, M. (ed.) (2022). *Leveraged. The New Economics of Debt and Financial Fragility*. Chicago: University of Chicago Press.

-SCHULARICK, M. y TAYLOR, A. M. (2012). "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008". *American Economic Review*, vol. 102, n. 2, 1.029-1.061.

-SCHUMPETER, J. A. (1934). *Teoría del desenvolvimiento económico: Una investigación sobre las ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica. Edición de 1963.

-SHAIKH, A. (2016). *Capitalismo. Competencia, conflicto y crisis*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica. Edición de 2022.

-SHILLER, R. J. (1981). "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?". *American Economic Review*, vol. 71, n. 3 (junio), 421-436.

-____ (2000). *Exuberancia irracional*. Barcelona: Deusto. Edición actualizada y ampliada de 2015.

-____ (2013). "Irving Fisher, Debt Deflation, and Crisis". *Journal of the History of Economic Thought*, vol. 35, n. 2, 179-183.

-SHIN, H. S. (2011). "Global Savings Glut or Global Banking Glut?". *VoxEU-CEPR* (20 de diciembre). Disponible en :
https://cepr.org/voxeu/columns/global-savings-glut-or-global-banking-glut

-____ (2012). "Global Banking Glut and the Loan Risk Premium". Fondo Monetario Internacional, *IMF Economic Review*, Vol. 60, n. 2, 165-192. Disponible en:
https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2011/arc/pdf/hss.pdf

-SMITH, A. (1776). *La riqueza de las naciones*. Madrid: Alianza Editorial. Edición de 2023.

-STEIL, B. (2013). *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*. Nueva Jersey: Princeton University Press.

-STIGLITZ, J. E. (2013). *El precio de la desigualdad*. Madrid: Punto de Lectura. Edición de 2014.

-STIGLITZ, J. E. y WEISS, A. (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". *American Economic Review*, vol. 71, n. 3, 393-410.

-STOCKHAMMER, E. (2007). "Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime". PERI Working Paper n. 142 (julio), Amherst.

-____ (2010). "Income Distribution, the Finance-Dominated Accumulation Regime, and the Present Crisis", en Dullien, S.; Hein, E.; Truger, A. y Van Treeck (eds.) *The World*

Economy in Crisis – The Return of Keynesianism? Conference proceedings of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM), IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute, vol. 13, n. 13 (diciembre).

-____ (2011). "Peripherical Europe's Debt and German Wages: The Role of Wage Policy in the Euro Area". *International Journal of Public Policy*, vol. 7, n. 1/2/3, 83-96.

-____ (2013). Financialization, Income Distribution and the Crisis". *Investigación Económica*, vol. 71, n. 279 (enero-marzo), 39-70.

-STOCKHAMMER, E. y WILDAUER, R. (2016). "Debt-Driven Growth? Wealth, Distribution and Demand in OECD Countries". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 40, n. 6 (noviembre), 1.609-1.634.

-STUPARIU, P.; OLMEDO, J. A. y CAMBÓN, M. I. (2021). "Evolución de las conexiones entre bancos y sectores financieros no bancarios en el sistema financiero español". *Información Comercial Española (ICE)*, n. 918, Política Macroprudencial en España: Instituciones e Instrumentos, 87-101.

Disponible en: https://revistasice.com/index.php/ICE/article/view/7157

-SWEEZY, P. M. y MAGDOFF, H. (1972). *Dinámica del capitalismo norteamericano: la estructura monopolista, el crédito, el oro y el dólar*. Ciudad de México: Nuestro Tiempo.

-THORTON, H. (1802). *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Londres: Frank Cass and Co. Edición de 1962.

-TOBIN, J. (1963). "Commercial Banks as Creators of Money". *Cowles Foundation Discussion Papers*, n. 388. Disponible en:

https://elischolar.library.yale.edu/cowles-discussion-paper-series/388

-____ (1981). "The Monetarist Counter-Revolution Today - An Appraisal". *The Economic Journal*, vol. 91, n. 361 (marzo), 29-42.

-____ (1985). "Financial Innovation and Deregulation in Perspective". *Monetary and Economic Studies*. Tokio: Banco de Japón (29 a 31 de mayo), 19-29. Disponible en:

https://academy.bit2me.com/wp-content/uploads/2020/08/tobin-1985-financial-innvation-and-deregulation-in-perspective.pdf

-TOOZE, A. (2018). *Crash. Cómo una década de crisis financieras ha cambiado el mundo*. Barcelona: Crítica.

-TORTAJADA, R. (1987). “M. de Malestroit et la Théorie Quantitative de la Monnaie”. *Revue Économique*, vol. 38, n. 4, 853-876.

-TRIFFIN, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*. New Haven, Connecticut: Yale University.

-UNCTAD, Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (2017). *Trade and Development Report. Beyond Austerity: Towards a Global New Deal*. Ginebra: UNCTAD. Disponible en:
https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2017_en.pdf

-UXÓ, J., PAÚL, J. y FEBRERO, E. (2011). “Current Account Imbalances in the Monetary Union and the Great Recession: Causes and Policies”. *Panoeconomicus*, n. 58 (Special Issue), 571-592.

-VAN TREECK, T. (2009). “The Political Economy Debate on ‘Financialization’: A Macroeconomic Perspective”. *Review of International Political Economy*, vol. 16, n. 5 (diciembre), 907-944. Disponible en:
https://www.depfe.unam.mx/actividades/13/seminario-curso/VanTreeck_2009.pdf

-____ (2012). “Did Inequality Cause the US Financial Crisis? Institut Für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)”, Working Paper, n. 91 (abril). Disponible en:
https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_91_2012.pdf

-VAN TREECK, T. y STURN, S. (2012). “Income Inequality as a Cause of the Great Recession? A Survey of Current Debates”. Organización Internacional del Trabajo, ILO Working Papers, Conditions of Work and Employment Series, n. 39. Ginebra: OIT. Disponible en:
https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/@ed_protect/@protrav/@travail/documents/publication/wcms_187497.pdf

-VEBLEN, T. B. (1899). *Teoría de la clase ociosa.* Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica. Edición de 1966.

-VELILLA, P. (2011). “Una actualización de la situación patrimonial de las familias en España, Estados Unidos e Italia a partir de los resultados de encuestas financieras”. Banco de España. *Boletín Económico* (octubre), 115-133. Disponible en:
https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/11/Oct/Fich/art5.pdf

-VERNENGO, M. (2003). "The Gold Standard and Center-Periphery Interactions". University of Utah, Department of Economics, Working Paper n. 2013-10.
-VICENT, L. (2018). *Precariedad laboral en la economía española. Una perspectiva de género. El mercado de trabajo en los primeros años del siglo XXI*. Tesis doctoral. Madrid: Universidad Complutense.
-VILAR, P. (1969). *Oro y moneda en la historia, 1450-1920*. Barcelona: Ariel. Edición de 1981.
-VILARIÑO, Á. (2001). *Turbulencias financieras y riesgos de mercado*. Madrid: Prentice Hall- Pearson Educación.
-VILARIÑO, Á.; PÉREZ, J. y GARCÍA, F. (2008). *Derivados. Valor razonable, Riesgos y contabilidad. Teoría y casos prácticos*. Madrid: Pearson.
-WALRAS, L. (1874). *Elementos de economía política pura*. Madrid: Alianza. Edición de 1987.
-WILDAUER, R. (2016). "Determinants of US Household Debt: New Evidence from the SCF". Kingston University, Discussion Paper n. 2016-6.
-WISMAN, J. D. (2013). "Wage Stagnation, Rising Inequality and the Financial Crisis of 2008". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 37, n. 4, 921-945.
-WOLFSON, M. H. (1996). "Irving Fisher's Debt Deflation Theory: Its Relevance to Current Conditions". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, n. 3, 315-333.
-____ (2002). "Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context". *Journal of Economic Issues*, vol. 36, n. 2 (junio), 393-400.
-WRAY, R. (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies*. Cheltenham: Edward Elgar.
-____ (1998). *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Cheltenham: Edward Elgar.
-____ (2006). "El enfoque postkeynesiano del dinero", en Piégay, P. y Rochon, L. P. (dirs.) *Teorías monetarias postkeynesianas*. Madrid: Akal, 55-66.