



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA
FACULTAD DE ECONOMÍA ♦ DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO
ECONOMÍA FINANCIERA

**Transformación de los circuitos crediticios en España en el
contexto de la articulación financiera europea (2000-2015)**

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

Doctor en Economía

PRESENTA:

Carlos Javier Saavedra González

TUTOR:

Dra. Marcia Luz Solorza Luna

Facultad de Economía, UNAM

MIEMBROS DEL JURADO:

Dra. Alicia Adelaida Girón González

Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM

Dra. María Irma Manrique Campos

Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM

Dra. María Eugenia Correa Vázquez

Facultad de Economía, UNAM

Dr. José Antonio Déniz Espinós

Universidad Autónoma de Zacatecas, UAZ

Ciudad Universitaria, Cd. Mx., abril de 2019



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Agradecimientos

Mis agradecimientos a la Doctora Solorza, también doy las gracias al jurado de tesis: a la Doctora Girón por su apoyo y el impulso académico a lo largo de estos últimos cuatro años; la Doctora Manrique quien hizo observaciones asertivas que contribuyeron al avance y conclusión de los capítulos en cada una de las evaluaciones; a la Doctora Correa por sus enseñanzas en los seminarios, las correcciones, motivaciones y, sobre todo, por su compromiso con los alumnos de esta casa de estudios; las sugerencias del Doctor Déniz permitieron mejorar el trabajo, su apertura y paciencia fueron fundamentales.

Agradezco al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (Conacyt) los recursos de la beca que me permitieron realizar este trabajo de investigación. Asimismo, agradecer a la Facultad de Economía de la UNAM por el financiamiento a mi estancia de investigación en la Universidad Complutense de Madrid, también por el apoyo económico para asistir al Hyman P. Minsky Summer Seminar en el Levy Economics Institute, ambos viajes me permitieron ampliar mi horizonte de conocimiento.

A mis papás y mi hermano, también les agradezco su apoyo incondicional. Mis amigos con los que compartí seminarios del doctorado: Víctor Cadena, Jesús Sosa, Elizabeth Concha, Wendolyn Bravo, Julio Castellanos, Andrés Arauz, Patricia Duarte, Francisco González, Franco Acebey y Raúl Callejas.

Contenido

Índice de tablas.....	4
Índice de gráficas	5
Índice de figuras.....	7
Introducción.....	8
Capítulo 1: Crédito en la teoría del circuito monetario.....	16
Introducción.....	17
1.1 Categorías analíticas de la teoría de sistemas y el postkeynesianismo	17
1.2 El dinero (crédito) desde una perspectiva sistémica	21
1.3 Subsistemas monetarios de la producción: bancos, precios y ganancias	24
1.4 Subsistemas institucionales: banco central, finanzas públicas y demanda agregada	29
1.5 Financiarización y circuitos crediticios.....	37
Conclusiones	46
Capítulo 2: Cambios en los circuitos crediticios en España hasta finales del siglo XX	48
Introducción	49
2.1 Circuitos privilegiados de crédito y finanzas públicas.....	50
2.1.1 Conformación de las élites financieras y las crisis.....	51
2.1.2 Concentración del capital bancario e industrialización en el periodo entre guerras.....	56
2.2 Autarquía económica, élites financieras y desarrollo crediticio.....	59
2.2.1 Cambios de las elites financieras durante el siglo XX.....	60
2.2.2 Plan de Estabilización y consolidación de los circuitos privilegiados	64
Conclusiones	73
Capítulo 3: Articulación financiera europea y transformación de los circuitos de crédito españoles en la primera década del siglo XXI.....	74
Introducción	75
3.1 Articulación financiera en la eurozona.....	76
3.1.1 El Plan de Acción de Servicios Financieros (FSAP).....	76
3.1.2 Modelos de negocio bancarios:	77
3.1.3 Banco central e integración financiera	80
3.1.4 Operaciones <i>carry trade</i>	82
3.1.5 Titulización y operaciones bancarias fuera del balance (financiarización).....	84
3.2 Transformación de los circuitos crediticios en España.	90
3.2.1 Titulización y banca	90

3.2.2 Fuentes de la crisis española	93
3.2.3 Problemas del sector empresarial no financiero.....	95
3.2.4 Problemas de los hogares	97
Conclusiones	98
Capítulo 4: Crédito e inestabilidad financiera en España en la primera década y media del siglo XXI.....	99
Introducción	100
4.1 Crédito e inestabilidad financiera: un análisis desde la perspectiva de Minsky.....	100
4.2 Tasa de interés y grado de monopolio.....	117
4.3 Balances financieros, carry trade y financiarización.....	124
4.4 Crédito y riqueza financiera	145
Conclusiones	161
Conclusiones finales	163
Referencias bibliográficas.....	173
Anexos.....	185
Anexo 1:.....	185
Anexo 2:.....	185

Índice de tablas

Tabla 1. Presupuestos de los programas de investigación neoclásicos y heterodoxos.....	20
Tabla 2: Concentración de la banca española 1970-1995	71
Tabla 3. Evolución de los tamaños de los modelos de negocio	78
Tabla 4. Crecimiento real del PIB en España y contribuciones al crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada, promedios cíclicos.	104
Tabla 5. España, número de hipotecas por entidad que concede el préstamo (2003-2017).....	116
Tabla 6. España, margen bancario de tasas de interés (1994-2009).....	119
Tabla 7: Tasa de referencia, tasa preferencial y markup de bancos y cajas, 1999-2012.....	120
Tabla 8: Participaciones superiores a 100 millones de euros de fondos de inversión mundiales en compañías del IBEX35.....	153

Índice de gráficas

Gráfica 1: Europa, tasa de interés corto-plazo	80
Gráfica 2: España, Financiamiento de las entidades crediticias a otros sectores residentes y PIB, millones de euros.....	101
Gráfica 3: España, principales integrantes del sistema financiero, porcentaje sobre el total de activos financieros. (1994)	102
Gráfica 4: España, principales integrantes del sistema financiero, porcentaje sobre el total de activos financieros. (2008)	103
Gráfica 5: España, Alemania, Francia, Italia y Reino Unido, coeficiente Hipotecas/Crédito al sector privado no financiero.	105
Gráfica 6: España, crédito y PIB tasas de crecimiento, porcentaje.	106
Gráfica 7: España, tasa de crecimiento de los componentes de la demanda agregada.....	107
Gráfica 8: España, margen de beneficio por sector económico. (Tasa de crecimiento, porcentaje)107	
Gráfica 9: España, financiamiento y flujo de caja, millones de euros. (1995-2017).....	109
Gráfica 10: España, sociedades no financieras: variación del efectivo y solvencia.....	109
Gráfica 11: España, hogares e ISFLSH: variación del efectivo y solvencia, porcentaje. (1995-2014)	110
Gráfica 12: España, balance financiero neto %PIB	113
Gráfica 13: España, crédito total, millones de euros	114
Gráfica 14: España, precios de los activos (índice, 1990 = 100).	115
Gráfica 15: España, tasa preferencial de bancos y cajas y Euribor. (1999-2012)	121
Gráfica 16: España, markup de bancos y cajas, 1999-2012	121
Gráfica 17: España, tasas de interés de emisión en cédulas hipotecarias y bonos gubernamentales (2003-2017).....	123
Gráfica 18: Eurosistema, tasa de referencia EONIA. (1999-2017).....	124
Gráfica 19: Eurosistema, Target 2 balances netos en miles de millones de euros.	126
Gráfica 20: Eurozona: Formación Bruta de Capital Fijo (2007=100).....	127
Gráfica 21: Eurozona: Balanza comercial en cuenta corriente (porcentaje del PIB)	127
Gráfica 22: España, financiarización: activos y pasivos como porcentaje del PIB, (1980-2014)...	129
Gráfica 23: España, tasa de crecimiento de los pasivos financieros como porcentaje del PIB.....	129
Gráfica 24: España, pasivos financieros de los sectores institucionales como porcentaje del PIB. 130	
Gráfica 25: España, activos y pasivos de los hogares e ISFLSH, millones de euros.....	130
Gráfica 26: España, pasivos y activos de las sociedades no financieras, millones de euros.....	131
Gráfica 27: España, activos y pasivos de las instituciones financieras, millones de euros.	132

Gráfica 28: España, activos financieros en los sectores institucionales, millones de euros. (1994-2017)	132
Gráfica 29: España, exposición de activos bancarios con el resto del mundo en moneda local y extranjera, millones de dólares. (1995-2016).....	134
Gráfica 30: España, contraparte de activos bancarios con otros países en moneda local y extranjera, millones de dólares. (1999-2016).....	134
Gráfica 31: España, pasivos con el resto del mundo derivados de inversiones en cartera, millones de dólares, (2001-2016).	135
Gráfica 32: España, pasivos de inversiones de cartera en acciones y fondos de inversión, millones de dólares (2001-2016).....	136
Gráfica 33: España, tenencia de títulos de deuda en varios países, millones de dólares (2001-2016).	136
Gráfica 34: España, títulos de deuda de instituciones locales en contrapartida con el resto del mundo. Millones de euros. (1994-2017).....	137
Gráfica 35: BCE, activos en la eurozona, millones de euros	139
Gráfica 36: Eurosistema, balances del Target2 y operaciones de refinanciamiento. Miles de millones de euros.	141
Gráfica 37: Eurosistema, principales agregados monetarios. Tasa interanual	142
Gráfica 38: Eurosistema, operaciones de refinanciamiento, miles de millones de euros.....	142
Gráfica 39: Banco de España, activos financieros, millones de euros.	143
Gráfica 40: España, participación en el ingreso nacional por deciles y el 1% más rico, 2007-2016	149
Gráfica 41: España, participación de los deciles 7 al 10 y el 1 por ciento más rico.....	149
Gráfica 42: España, participaciones en el ingreso (1995-2016).....	150
Gráfica 43: España, renta promedio de cada grupo de ingresos top e inferior (1981-2012), en euros reales del 2016.....	151
Gráfica 44: España, riqueza de los multimillonarios como porcentaje del PIB	151
Gráfica 45: España, instituciones propietarias de acciones de las empresas cotizadas en la bolsa española, porcentaje de participación. (1992-2015).....	152
Gráfica 46: España, capitalización de la bolsa por sectores económicos. Millones de euros	154
Gráfica 47: España, índice de palma (1995-2016)	156

Índice de figuras

Figura 1: circuito monetario.....	23
Figura 2: balances de la banca central y la comercial.....	32
Figura 3: circuito de finanzas públicas y banca central.....	36
Figura 4: financiarización en el circuito monetario.....	41
Figura 5: El crédito desde una perspectiva sistémica.....	46
Figura 6: circuitos de financiamiento en España.....	50
Figura 7: titulización de activos en España.....	111

Introducción

La presente investigación se enfoca al tema de las transformaciones que se asocian a los circuitos crediticios en España. Estos cambios están enmarcados en un contexto de articulación conducida por el capital financiero. A partir de ello se explica, en parte, el desenvolvimiento económico de ese país en las últimas décadas.

Los circuitos de crédito son un sujeto de estudio importante en la actualidad, sobre todo, en torno a su funcionamiento en la etapa posterior a la implosión de la crisis de 2007¹. El título *Transformación de los circuitos crediticios en España en el contexto de la articulación financiera europea (2000-2015)* hace referencia, en primera instancia, a la constante evolución de las relaciones crediticias para el caso español. Se busca destacar que el papel del crédito (dinero) tiene relevancia para explicar el desenvolvimiento del capitalismo en la actualidad. El financiamiento no sólo vincula agentes, clases sociales, instituciones y mercados, es un instrumento de política económica en la medida en que, en algunos casos, puede ser selectivo o no. Esto da pie a una larga discusión del crédito y sus fuentes como mecanismo para llevar a cabo reformas importantes en los sistemas financieros de todo el mundo².

De manera convencional, se piensa en objetivos de política económica en la que los gobiernos busquen responder a cambios en los precios (tipo de cambio, inflación, tasa de interés, etc.), esto es, una economía basada en el mercado³. Sin embargo, este trabajo busca centrarse en

¹ Los circuitos de crédito, como sujeto de estudio, están vinculados, en esencia, con el enfoque heterodoxo. Se consideran, en ese marco, como un doble movimiento causal: creación y destrucción de dinero. Esto es un punto de partida y otro que retorna al mismo. A partir de ello, se identifica la esencia, características, elementos que los componen, su alcance y limitaciones.

² Dicha discusión en torno al papel del crédito en la economía capitalista se ha dado desde distintas perspectivas dentro de la heterodoxia, algunos ejemplos son: el crédito y la producción para el caso español en Medialdea y Sanabria (2016); el crédito del sistema financiero como elemento central del desenvolvimiento económico en Sawyer y Passarella (2015), Parguez (2009) y Altuzarra, et al. (2013); respecto al financiamiento en su carácter especulativo Sawyer (2014), Serfati (2016) y Whalen (2017); en Kelton (2011) se trata el tema del crédito que proviene del déficit público; y Epstein (2005) aborda el financiamiento como un elemento que controla el banco central.

³ Sawyer (2014) hizo una revisión de la literatura neoclásica y concluyó que, en términos generales, se distinguen dos clasificaciones de los sistemas financieros: los basados en la banca y los centrados en el mercado de capitales. Dicha definición, de acuerdo con el autor, ignora la importancia que tiene el dinero; supone que el sistema crediticio es homogéneo (sin considerar cajas de ahorros, cooperativas u otro tipo de entidades); se enfoca al crédito del sector privado, sin tomar en cuenta el financiamiento relacionado con el sector público; no considera la inestabilidad financiera y la fragilidad porque asume que todos los ahorros se canalizan a préstamos. Por lo tanto, el crédito y sus fuentes de creación no tienen relevancia en la ortodoxia económica.

reflexionar en torno a la figura del crédito y sus fuentes como vía para tener la posibilidad, en un futuro, de plantear otros objetivos económicos que permitan transformar la realidad.

Esto último nos conduce al segundo aspecto que hace referencia el título de este trabajo. El contexto en el cual se enmarcan los circuitos crediticios, es un proceso de articulación financiera. Lo que remite a una visión del capitalismo español desde una totalidad. Es decir, que no sólo se toman en cuenta los circuitos dentro de esa economía sino en sus interrelaciones con el resto del mundo. Los vínculos comerciales, industriales y financieros responden a una lógica en torno a las fuentes del crédito. Quienes se encargan de administrarlas son agentes que pueden decidir el destino de millones de personas, no sólo en España, sino de todo el mundo. La construcción del trabajo se enfoca en ese aspecto, al reconstruir parte del proceso y situar la reflexión desde ese punto de vista. De lo anterior, se busca enfatizar una perspectiva sistémica y holista como una necesidad analítica, dado que el objeto de estudio de esta investigación hace referencia al tema de los circuitos crediticios en España. Esto se puede interpretar como el papel que tiene el crédito en sus interrelaciones dentro de un diverso conjunto de instituciones, mercados y agentes, que se van integrando en concatenaciones crediticias con su entorno. A partir de ello, el objeto de estudio está enmarcado en un contexto europeo.

El crédito en una economía capitalista tiene diversas funciones. En ocasiones, puede contribuir a la expansión del consumo, la inversión, la producción y el empleo. Sin embargo, también puede impulsar las ganancias mediante la rentabilidad financiera provocando una expansión desigual de las mismas. Los circuitos crediticios son flujos en los que se interrelacionan diversos agentes económicos, de tal manera que el financiamiento tiene su expresión en los activos y pasivos de los mismos. Mientras tanto, las instituciones determinan la manera en que se conforman dichos circuitos, y a través de políticas económicas, las condiciones en que se desenvuelven pueden modificarse con el paso del tiempo. Esto nos da idea de la importancia del crédito y las repercusiones que tiene dentro de un país. En los últimos años han ocurrido cambios, de manera acelerada, que transformaron los circuitos.

Un aspecto que se puede identificar en torno al crédito es su relación con el nivel de producción. Es decir, que la relación entre PIB y el crédito nos da una idea de la cantidad necesaria de crédito que se traduce en un cierto volumen de producción. En 1980 la relación

crédito/PIB fue de 59 por ciento⁴, para el 2000 la cantidad necesaria de crédito para producir ascendió a 82 por ciento, y de esta manera, la relación continuó incrementándose hasta superar el 100 por ciento en 2004. Para el 2015 la cantidad alcanzó el 125 por ciento, esto quiere decir que si se requiere producir, al menos un billón de euros, serán necesarios 125 mil millones de financiamiento para lograrlo. Lo anterior nos abre el panorama para preguntarnos: ¿Esto nos da la idea de un fenómeno cuantitativa y cualitativamente distinto de otras épocas del capitalismo español?, y si es un fenómeno cualitativamente distinto en la conformación de los circuitos de crédito, ¿Se ha desvinculado la producción de los circuitos crediticios españoles?, esto nos conduce a plantear otra pregunta relacionada con las condiciones del entorno financiero: ¿La articulación financiera europea tuvo que ver en este proceso? Estas preguntas son respondidas a lo largo del desarrollo capitular. Los capítulos 3 y 4 se enfocan a dar respuesta a estas preguntas.

La característica principal en la que se enmarca el proceso de transformación de los circuitos de crédito en España es a partir del financiamiento con carácter especulativo. En los años recientes, el impulso del financiamiento al sector inmobiliario e hipotecario ha marcado una fase de auge crediticio, sobre todo desde 2004. Esto ha desencadenado una larga etapa de inestabilidad macroeconómica que ha tenido su expresión en la crisis de 2008. Los procesos de liberalización y desregulación financiera en un entorno de globalización han provocado que el crédito pueda crecer por encima del producto interno bruto (PIB). Las políticas económicas se han centrado en la austeridad fiscal y en los apoyos crediticios del Banco Central Europeo (BCE) con las entidades crediticias de la eurozona. Sin embargo, estas estrategias no han tenido los resultados esperados.

A partir de esta realidad, la investigación examina las condiciones sobre las cuales se ha desarrollado la economía española. *El problema del que se parte es la desarticulación de los circuitos de financiamiento en España, en el contexto de articulación financiera europea.* Es decir, el crédito de manera interna opera de forma distinta en años recientes, en comparación a otras etapas del capitalismo español, lo que se expresa en la creación de un mercado único europeo de servicios financieros, donde las entidades crediticias mayoristas pueden

⁴ Datos obtenidos del *Boletín Estadístico* del Banco de España de 2017

vincularse entre sí para mejorar su rentabilidad. En suma, bajo un contexto de articulación financiera europea, éste proceso se profundiza.

La investigación de esta problemática surgió del interés por el tema del crédito en una economía capitalista y su importancia en la configuración de un sistema de relaciones monetarias de producción. De forma aparente, el financiamiento tiene un rol discreto en la generación de ganancias y la posterior distribución de la riqueza. Sin embargo, existen trabajos que afirman lo contrario, desde una perspectiva heterodoxa, se puede encontrar en Sawyer y Passarella (2015), Parguez (2009), Altuzarra, et al. (2013), y la manera en que dichos autores vinculan el tema de crédito con sus respectivas consecuencias en la distribución de la riqueza. Pueden resumirse ese conjunto de visiones en una misma: el capital financiero ha tenido en las últimas décadas un mayor predominio sobre los mercados globales, por encima de la producción. En el trabajo de Parguez (2016) puede verse este tema desde la visión de la economía política para el caso de la conformación de la eurozona. Esto se refiere a una nueva fase depredadora del sector financiero sobre el resto de sectores económicos. En esta fase del capitalismo, el crédito está más vinculado con los mercados de capital y es justo en ese espacio mundial donde se generan elevadas ganancias financieras que contribuyen a la inestabilidad de todo el sistema económico.

El interés académico surge de la problemática de España en torno a los cambios que hubo durante la articulación de circuitos crediticios europeos y su vinculación con el rol del crédito. En particular, los circuitos bancarios han estado condicionados por los intereses detrás de la búsqueda de valor para el accionista. Esto nos permite contextualizar los cambios de los circuitos crediticios en España bajo un proceso de financiarización, en el que la búsqueda de mayores dividendos para el consejo de accionistas es una prioridad en la estrategia que adoptan las entidades bancarias más grandes y representativas de los circuitos. Dicho de otra forma, la búsqueda de altas rentabilidades por el lado bursátil de las grandes corporaciones bancarias ha tenido una reconfiguración en el comportamiento del crédito hacia un terreno especulativo y depredador. Lo anterior ha sido abordado por una serie de trabajos (Sawyer, 2014; Serfati, 2016; Whalen, 2017). Sin embargo, estas transformaciones no han sido examinadas desde una perspectiva sistémica, como la que aquí se expone.

Esta investigación tiene como objetivo determinar en qué medida las transformaciones de los circuitos de crédito en España estuvieron asociados a un elemento especulativo. A su vez, se pretende mostrar que el contexto de la articulación financiera europea fue un elemento que impulsó la actividad especulativa de las entidades bancarias. En este sentido, ¿Cómo se dio la transformación de los circuitos crediticios españoles y qué relación tienen en el contexto de la articulación financiera? El objetivo es determinar la manera en que se dio la transformación de los circuitos crediticios en España y contextualizarlo en la articulación financiera europea, siendo esta última la variable explicativa del trabajo.

El proceso de transformación de los circuitos de crédito en España se vincula con la relevancia del financiamiento en las economías capitalistas. Esto da pie a una pregunta específica vinculada con la interpretación de los circuitos: ¿Cómo interpretar teóricamente los circuitos crediticios? Como primer objetivo de esta investigación, se busca una interpretación desde el punto de vista teórico del crédito (dinero) y su funcionamiento en los circuitos. De tal manera que se realice una abstracción del papel del crédito en una economía capitalista.

Un segundo objetivo busca dar respuesta al siguiente cuestionamiento: ¿Cómo se desarrollaron los circuitos crediticios en España? Sabemos que existen tendencias mundiales en torno al funcionamiento del crédito, sin embargo, es necesario ubicar en el espacio/tiempo la configuración de los circuitos en España desde su conformación y cómo ello tiene relación en la manera en que las entidades crediticias van tomando diversas estrategias para la conformación de su tasa de ganancia. De esta forma, este objetivo se asocia con un marco histórico de los circuitos de crédito en España, desde su inicio hasta finales del siglo XX.

Como se mostró anteriormente, una variable importante en este trabajo es el contexto de la articulación financiera europea. Dicha variable condiciona los cambios en los circuitos crediticios españoles, por lo tanto, ¿De qué manera se dio la articulación financiera europea? Esto nos invita a pensar en un entorno europeo de grandes cambios en la conformación de un mercado financiero único para esos países. Por lo que el tercer objetivo es examinar el proceso de articulación financiera europea.

El último objetivo de este trabajo es examinar la vinculación del desarrollo de los circuitos financieros en España con el proceso de articulación financiera y el resultado de ello. Esto

busca responder a la pregunta: ¿Cuál fue la repercusión de la articulación financiera sobre los circuitos crediticios en España? En este sentido, se busca explicar esa transformación en el contexto de la articulación financiera europea.

Por las razones anteriores, la hipótesis de trabajo que guía esta investigación es la siguiente:

El contexto de articulación financiera europea, entre 2000 y 2015, condicionó la concatenación de los circuitos crediticios españoles, así como de las actividades especulativas. La coexistencia de estas variables tuvo efectos en la distribución del ingreso.

El contexto del que se parte es una variable explicada por la política económica, llevada a cabo a través de las reformas que impulsaron los países incorporados a la zona euro. De esta forma, se busca comprobar si la implementación de dichos cambios institucionales, fundamentados en el impulso del sector financiero, condujo a una recomposición de los circuitos crediticios españoles. El periodo se considera relevante dado que los cambios con la introducción del euro en 1999, en los mercados financieros internacionales, fueron un punto de inflexión para el análisis. Se pone a prueba que la transformación a partir de ese punto se orientó a un crédito con objetivo especulativo y que, a su vez, tuvo consecuencias en la distribución del ingreso en España.

La investigación se divide en cuatro capítulos: el primero se enfoca en la concepción teórica que da un marco para analizar la función de los circuitos crediticios en una economía capitalista, a partir de una visión sistémica. Se toma en cuenta el funcionamiento y la importancia del crédito en la conformación de circuitos desde una perspectiva postkeynesiana.

El segundo capítulo aborda los cambios en los circuitos de crédito en España, lo que nos indica la manera en que se desarrolló el financiamiento en diversos periodos hasta finales del siglo XX. Esto aporta un marco histórico del que parte el resto del trabajo.

En el siguiente capítulo se expone la articulación financiera europea como un elemento contextual para el análisis de diversos cambios y concatenaciones financieras para la conformación de un mercado único de servicios financieros. Esto nos da cuenta de una mayor interrelación de los flujos de capital de Europa con el resto del mundo.

En el cuarto capítulo se aborda el proceso de cambio de los circuitos crediticios en España, bajo un contexto de articulación financiera europea y esta relación desencadena una inestabilidad que se expresa en grandes cambios dentro de los flujos financieros y crediticios en España y su vinculación con los demás países de la eurozona, como efecto de estos cambios se muestran las repercusiones en la distribución del ingreso.

Por último, en las conclusiones finales se toman en cuenta los cambios cuantitativos y cualitativos del crédito en el capitalismo español. Se abordan las características de esta nueva fase y se exploran los posibles temas de futuras investigaciones que se desprenden del presente trabajo.

Capítulo 1: Crédito en la teoría del circuito monetario.

Introducción.

En este capítulo se expone el marco conceptual de los circuitos crediticios con base en la teoría de los sistemas. Se utilizan las categorías analíticas de ésta porque el objeto de estudio que se aborda en el trabajo constituye un todo y para su análisis debe recurrirse a un conjunto de elementos que están interconectados por relaciones causales, de tal manera que no se puede entender la función que juegan, por ejemplo, las instituciones de crédito, el dinero y las empresas, entre otras, si no se las considera desde una óptica holista. Sin embargo, como la teoría de sistemas es aplicable a todos los campos del conocimiento, tiene un carácter general. Se recurre también a la teoría postkeynesiana, como teoría específica del campo económico, porque parte de una metodología objetiva y sistémica⁵. En contraste con la corriente ortodoxa que parte de bases subjetivas y contiene aspectos metodológicos individualistas como: la teoría del valor, las preferencias del consumidor y los modelos financieros sin dinero, entre otros aspectos.

El capítulo está dividido en cinco partes: en la primera se expone, de manera general, la teoría de sistemas, especialmente se hace referencia a las categorías analíticas que sirven para explicar los circuitos crediticios y sus subsistemas integrantes. En la segunda, se aborda el dinero como un subsistema transversal que permite concatenar a diversos subsistemas y que le da unidad al todo. En la tercera, se expone la conexión que existe en los circuitos crediticios, especialmente, los bancos con los precios y las ganancias. La cuarta, examina el banco central, la acción del Estado a partir de las finanzas públicas y la demanda agregada, con relación al sistema financiero. La quinta, aborda la financiarización y la vincula con el circuito monetario.

1.1 Categorías analíticas de la teoría de sistemas y el postkeynesianismo

El enfoque teórico general que sustenta esta investigación, como ya se afirmó, está basado en la perspectiva de la Teoría de Sistemas, en la medida de que el objeto de estudio es un fenómeno cuya explicación parte de su carácter holista y está integrado por una serie de elementos entrelazados por una relación de causa y efecto en un constante desarrollo dialéctico. Como lo afirma el autor de esta teoría, Ludwing Von Bertalanffy:

⁵Bunge (2002: 168-169), afirma lo siguiente: “Una *teoría general*, como lo indica su nombre, concierne a todo un género de objetos, en tanto una *teoría específica* se refiere a una de las especies de tal género”.

El sentido de la expresión algo mística «el todo es algo más que la suma de las partes» reside sencillamente en que las características constitutivas no son explicables a partir de las características de partes aisladas. Así, las características del complejo, comparadas con las de los elementos, aparecen como «nuevas» o «emergentes». Sin embargo, si conocemos el total de las partes contenidas en un sistema y la relación que hay entre ellas, el comportamiento del sistema es derivable a partir del comportamiento de las partes (Bertalanffy, 1998: 55).

Más adelante propone una definición de sistema, y afirma: “Un sistema puede ser definido como un complejo de elementos interactuantes”. Es decir, en primer lugar, la idea de sistema es equivalente al de totalidad. Sobre ésta Kosík (1967: 63), afirma: “La concepción dialéctica de la totalidad no sólo significa que las partes se hallan en una interacción y conexión internas con el todo, sino también que el todo no puede ser petrificado en una abstracción situada por encima de las partes, ya que el todo se crea a sí mismo en la interacción de éstas”.

El sistema puede estar integrado por un conjunto de elementos pero también puede constituirse por subsistemas que al estar vinculados dialécticamente, las modificaciones que sufra uno o más de ellos, repercuten en el conjunto. A su vez existen relaciones entre sistemas que para cada uno de ellos, el resto constituye el entorno con el cual establece una estrecha interrelación. De ésta se deriva otra característica de algunos sistemas que es su carácter abierto, en tanto reciben la influencia de otros y a su vez, también su acción impacta en aquellos. Por supuesto, también existen sistemas cerrados que son aquellos que no interactúan con otros, no se desarrollan, no se adaptan y no compiten con otros. En el caso de los sistemas económicos se trata de sistemas abiertos⁶. Cuando se relacionan varios sistemas pueden formar un supersistema (Bunge, 2007: 375).

Hasta aquí puede afirmarse que los sistemas tienen cinco características esenciales: Primero, es una totalidad; segundo, la composición, es decir, conjunto integrado de elementos o subsistemas; tercero, estructura, es decir, los vínculos que se establecen entre los elementos;

⁶ Afirma Ludwig Von Bertalanffy (1998: 146), autor de la Teoría General de los Sistemas: “un sistema abierto es definido como sistema que intercambia materia con el medio circundante, que exhibe importación y exportación, constitución y degradación de sus componentes materiales”.

cuarto, el entorno, el conjunto de elementos o de otros sistemas con los que está relacionado; quinto, pueden ser abiertos o cerrados, es decir, actúan con el entorno o no lo hacen.

El enfoque sistémico, como lo afirma Bunge "...es aplicable en todas las disciplinas y retiene los aspectos positivos del atomismo (atención a los componentes individuales) así como los del holismo (atención a la totalidad)." (2007: 370)⁷. En relación a las ciencias sociales "entendamos «ciencia social» en sentido amplio, incluyendo sociología, economía, ciencia política, psicología social, antropología cultural, lingüística, buena parte de la historia y de las humanidades"(Bertalanffy, 1998: 204), debe afirmarse que la mayoría de los autores cuando abordan su estudio examinan los fenómenos como sistemas o estructuras, tal es el caso, por ejemplo, de temas como: la familia, las empresas, las escuelas y, ahora, las redes sociales, etc.⁸. Por otro lado, "un economista no construirá modelos realistas de un sistema económico cualquiera si pone atención sólo a sus componentes, ignorando las relaciones entre ellos..." (Bunge, 2007: 371). Aunque, como lo sostiene el mismo autor, "existen pocos, si es que los hay, defensores consistentes del individualismo ontológico o del atomismo social. Hasta esos predicadores elocuentes del individualismo radical ontológico que son Weber, Simmel, Hayek, Homans y Popper han echado mano de totalidades no analizadas como *orden social, el mercado, el Estado o la situación (o el estado de cosas)*..." (Bunge, 2007: 346).

La teoría postkeynesiana se encuadra dentro de la Teoría General de los Sistemas porque: primero, parte de una concepción holista; segundo, derivado del primero, le otorga una gran importancia a las estructuras; tercero, toma en consideración a los subsistemas y a los agentes, "Los agentes o las instituciones tienen capacidades limitadas en lo que atañe a conseguir y manejar la información.", de acuerdo con Lavoie (2004: 19); cuarto, dentro de los subsistemas le otorga una gran importancia al Estado, a las instituciones crediticias, a las corporaciones y a las familias; quinto, derivado del anterior, a los elementos y las instituciones se les examina en sus interrelaciones. Con el objeto de ubicar, con más precisión

⁷ Este enfoque, lo define su autor, (Bertalanffy (1998: 37) como: "...la formulación de principios válidos para «sistemas» en general, sea cual fuere la naturaleza de sus elementos componentes y las relaciones o «fuerzas» reinantes entre ellos".

⁸ Comenta Mario Bunge (2007: 391): "A diferencia de sus rivales, el enfoque sistémico es universal en cuanto a su alcance. De hecho se emplea de manera tácita o explícita en el estudio científico de los sistemas de todo tipo: conceptuales, concretos y simbólicos, naturales y sociales, desde los átomos hasta las sociedades. Pero adoptarlo de manera explícita es particularmente útil a las ciencias sociales..."

a la teoría postkeynesiana, debe destacarse que está considerada dentro de las escuelas heterodoxas como se resalta en la tabla 1, obsérvese que en ésta se resaltan sus paradigmas frente a los de la escuela neoclásica y se puede identificar su carácter sistémico.

Tabla 1. Presupuestos de los programas de investigación neoclásicos y heterodoxos.

Presupuestos	Paradigma	
	Escuelas heterodoxas	Escuela neoclásica
Epistemología	Realismo	Instrumentalismo
Ontología	Globalismo	Individualismo
Racionalidad	Racionalidad razonable	Hiperracionalidad
Núcleo analítico	Producción, crecimiento	Intercambio, escasez
Estrategia política	Intervención estatal	Libre mercado

Fuente: Marc Lavoie (2004): *La economía postkeynesiana: un antídoto del pensamiento único*. Edit. Icaria, pp. 17.

En este trabajo se busca conectar el enfoque sistémico con el funcionamiento del dinero en una economía capitalista. Para ello, se toman en cuenta una serie de escuelas teóricas que abordan el tema. El propio Lavoie hace referencia a la coincidencia que existe entre postkeynesianos y otras escuelas respecto al dinero y el crédito:

Revisar la visión postkeynesiana del dinero y el crédito nos dará, una vez más, la oportunidad de tomar nota de la coherencia interna de la economía postkeynesiana. Los postkeynesianos de varias tendencias sostienen puntos de vista sobre asuntos monetarios que tienen un núcleo común, ya sean sraffianos, circuitistas franceses e italianos, kaleckianos, keynesianos fundamentalistas o neo-chartalistas — la rama de la economía monetaria postkeynesiana que ha atraído considerable atención en la red mundial presentando propuestas teóricas y políticas específicas es conocida como la teoría monetaria moderna. Todos estos economistas coinciden en que el suministro de dinero es endógeno y está liderado por la demanda (Lavoie, 2014a: 182).

Con base a esta consideración, en el presente trabajo se alude a circuitistas y chartalistas en lo que concierne a las coincidencias con el postkeynesianismo⁹.

⁹ Una explicación sobre lo que contempla la teoría del circuito monetario es de la siguiente forma:

El modelo más simple del circuito monetario, con una economía cerrada y un sector estatal, se puede describir de la siguiente manera. Consideremos tres agentes macro: bancos, empresas y trabajadores. Los bancos tienen la tarea de financiar el proceso de producción mediante la creación de dinero y la

1.2 El dinero (crédito) desde una perspectiva sistémica

Dentro del debate económico actual existen las dos visiones teóricas anteriormente mencionadas: Por un lado, la economía ortodoxa y por el otro, el postkeynesianismo. Algunos de los principios de los que parten son, en el caso de la primera: la subjetividad al introducir, en forma voluntarista, algunos axiomas con base a supuestos para explicar determinados fenómenos económicos como: el proceso de intercambio, el sector financiero y la producción considerados no en sus interrelaciones, ni en su totalidad. La separación entre el sector real y el sector monetario, planteada como una dicotomía. El análisis económico le otorga un papel central al individuo, a partir de las preferencias de los agentes. Por otro lado, conciben el desarrollo en forma lineal y no dialéctica a partir del axioma de ergodicidad¹⁰. En el caso de la segunda: Parte de un principio holista y de un visión sistémica al considerar subsistemas integrados en una complejidad económica a partir de la interacción entre los elementos que son vinculados por el dinero.

Como se afirmó al principio, este trabajo opta por esta última visión. Desde este enfoque, el análisis económico se centra en una concepción macroeconómica: el dinero tiene un papel fundamental en el enfoque de la totalidad porque las expectativas alrededor del mismo tienen efectos en el nivel de inversión, empleo, salarios, etc. La conexión entre variables monetarias y estructurales es fundamental para entender el funcionamiento de la economía capitalista, pues cada decisión económica está anclada a una expectativa dineraria. Un ejemplo de ello es la categoría analítica que Keynes propuso para examinar el rol del dinero: la eficiencia marginal del capital, la cual explica que la inversión en bienes de capital está determinada por un nivel de rentabilidad esperada. Es decir, los inversionistas ven incertidumbre en el futuro, y requieren determinar sus expectativas a una tasa de rendimientos sobre su capital.

selección de planes de negocios; las empresas, a través del acceso al crédito, compran factores de producción y dirigen el proceso de producción, tomando decisiones sobre la cantidad y la calidad del producto; los trabajadores suministran servicios laborales. El funcionamiento de la economía se describe como un proceso secuencial, caracterizado por fases sucesivas cuyos enlaces forman un circuito de dinero (Realfonzo, 2003: 61).

Mientras que para la escuela chartalista su nombre proviene de la locución latina *charta*, que significa carta. Esto se refiere a una concepción teórica del dinero desde una perspectiva Estatal como lo propone Georg Friedrich Knapp en su obra (1924: 33).

¹⁰ La ergodicidad establece que el futuro está determinado por un proceso aleatorio permanente, esto significa que si se toma una muestra significativa del pasado y del presente, esto es equivalente a una muestra del futuro.

De esta forma, el capitalista hace una evaluación del rendimiento de sus bienes de capital y lo compara con la tasa de interés sobre el crédito que requiere para aumentar sus capacidades productivas. Otra categoría analítica es: la preferencia por la liquidez, a partir de la cual, los individuos mantienen una tendencia a conservar sus ahorros (es decir, en dinero), más que como ahorro en un depósito bancario. De esta forma, el conjunto de decisiones de los agentes gira en torno al dinero y a las expectativas bajo un contexto de incertidumbre sobre el futuro.

Esto le otorga al dinero el centro del análisis. Porque de él se desprenden toda una serie de interrelaciones humanas que conforman el sistema de producción capitalista. Keynes afirma que una economía monetaria de la producción se entiende de la siguiente forma:

...una economía en la que el dinero juega un papel y afecta motivos y decisiones y es, en resumen, uno de los factores operativos en la situación, de modo que el curso de los eventos no pueden predecirse, ni en el largo período ni en el corto, sin un conocimiento del comportamiento del dinero entre el primer estado y el último (Keynes, 1973: 408).

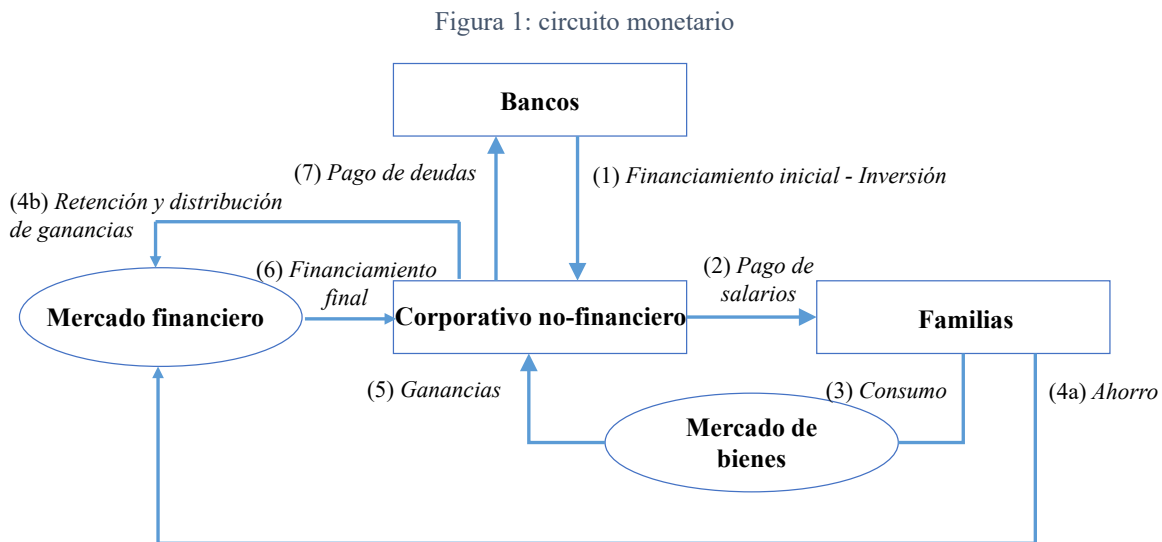
Esto implica que todas las decisiones de consumo, ahorro, inversión y financiamiento se realizan en torno a la figura del dinero¹¹. De tal forma que el sistema económico se conecta a través de circuitos dinerarios que forman redes en las que los agentes toman decisiones de acuerdo a sus expectativas sobre el futuro¹². Esto último implica que la incertidumbre es un elemento significativo en la visión postkeynesiana pues es la razón por la que las instituciones responden a los cambios en el entorno económico:

¹¹ Otra concepción holística y sistémica es la Marxista. El autor de “El Capital” (Marx, 1973), cuando aborda la esencia del capitalismo y la teoría de la plusvalía expone la *fórmula genérica del capital* que es D-M-D’. Es decir, el capitalista lanza dinero a la circulación para adquirir mercancías que son: fuerza de trabajo y medios de producción a los cuales somete a un proceso productivo del cual se producen mercancías que son llevadas al mercado. La realización de éstas se transforma en un dinero incrementado (el que lanzó al principio y el incremento que se dio durante el proceso productivo, mediante la explotación de los trabajadores y la obtención de la plusvalía). La mentalidad capitalista incentiva a este hombre a volver a iniciar el ciclo lanzando nuevamente capital a la circulación. Es decir, el proceso empezó con dinero y terminó con dinero.

¹² La concepción del circuito monetario tiene orígenes en los teóricos más importantes a lo largo de la historia: *La noción de un circuito monetario no es nueva, y es tan antigua como la economía misma. Se remonta al trabajo de Quesnay, y se puede encontrar en Marx, Schumpeter y Wicksell. Por supuesto, también es la base de Keynes, Kalecki y Robinson [...] En esa tradición, la teoría del circuito monetario se basa en el flujo de dinero que surge de la deuda y su circulación a través de la economía, ya que traza simultáneamente el flujo de bienes.* (Rochon, 2005: 126)

...Muchas de las instituciones de nuestra economía moderna no tendrían ninguna función en un mundo de certeza. No habría necesidad de especulación bursátil, para mercados de futuros de materias primas y divisas, para contratos pecuniarios. En un mundo de certidumbre, no habría ninguna razón para mantener el dinero, ni habría ningún desempleo involuntario. La incertidumbre juega un papel vital en la determinación del empleo, la inversión, el crecimiento, la fijación de precios y la distribución del ingreso, solo en un mundo -nuestro mundo- donde el futuro es enigmático y está lleno de sorpresas potenciales (Davidson, 1978: 12).

Gráficamente se puede representar la importancia del dinero bajo la visión sistémica del circuito monetario, como se puede observar en la figura 1.



El circuito monetario presentado en la figura 1 nos indica la concatenación de balances financieros entre subsistemas. La relación causal inicia en (1) donde la entidad crediticia del sector privado crea dinero *ex nihilo*, esto implica la creación de un activo denominado crédito. Mientras que los corporativos tienen un pasivo denominado deuda. Dichos balances quedan conectados entre sí, lo que da lugar a un flujo de crédito para que el corporativo no financiero pueda invertirlo en la adquisición de medios necesarios para la producción. Este mismo flujo del circuito conecta con la relación contable entre los trabajadores y las corporaciones. La inversión financiada pasa entonces a ser el pago de los salarios necesarios para la producción de bienes y/o servicios en (2), en este subsistema, las familias utilizan parte de ese salario para destinarlo al consumo y/o al ahorro. En (3) se muestra la concatenación del flujo

proveniente de las familias en la adquisición de bienes de consumo final y el reflujo monetario que retorna al subsistema de las corporaciones en forma de ganancias por las ventas realizadas en (5). El flujo del financiamiento inicial culmina en el pago de las deudas del corporativo con el banco y la destrucción del dinero creado por el mismo. Sin embargo, existe un flujo que se desprende del financiamiento inicial, éste se refiere al financiamiento final (6) donde el flujo proveniente del pago de salarios y ganancias se destina al ahorro de largo plazo en el mercado financiero y está relacionado con los intermediarios financieros no bancarios. Es decir, que es una parte del flujo crediticio que no se encuentra vinculado al proceso productivo, sino que se mantiene en la retención y distribución de beneficios (4b) o ahorro de las familias (4a).

1.3 Subsistemas monetarios de la producción: bancos, precios y ganancias

El dinero dentro de la actividad económica es un componente endógeno para el funcionamiento del sistema capitalista. Su origen es de carácter institucional de acuerdo con los enfoques postkeynesiano y circuitista. Estas instituciones son: el Estado que establece una relación causal con el sistema a través de dos acciones: Por un lado a partir del gasto público y, por otro, de carácter normativo (que es un elemento importante dentro del sistema), con el banco central que a su vez se vincula con el subsistema bancario. Este último genera una deuda a partir de un crédito que en términos del sistema son los vínculos, junto con el gasto público con el resto del sistema, especialmente, con todo el subsistema financiero.

Por lo tanto, podemos afirmar que en el enfoque de la economía monetaria de la producción, las instituciones tienen un papel central para el análisis, porque son ellas las que determinan el componente dinerario de la economía, su estructura descansa en la interconectividad de relaciones dinerarias bajo un esquema de producción capitalista. En esta interconectividad dialéctica no sólo participan los subsistemas institucionales y mercados sino también los individuos como agentes económicos. Es decir, en términos del enfoque sistémico, no sólo es la estructura holista sino también los agentes individuales, como lo establece Bunge (2002: 175) cuando hace referencia al sistemismo: "...éste da cuenta tanto del individuo como del sistema y, en particular, del agente individual y de la estructura social."

Si bien el dinero es una corriente transversal de todo el sistema financiero, son los subsistemas institucionales los que permiten que ese movimiento tenga un determinado

comportamiento desde su creación. Al respecto, la visión postkeynesiana y circuitista coincide con Schumpeter (1957: 83) en el sentido de que los bancos son capaces de crear dinero de la nada. Así, afirma este autor:

...Este método de obtener dinero es la creación de poder de compra por los bancos. Carece de importancia la forma que pueda adoptar. La emisión de billetes no cubiertos por una garantía metálica al cien por ciento, es un ejemplo obvio. Pero los métodos empleados por los bancos de depósito dan los mismos servicios, cuando aumenten la suma total de los gastos posibles. O cabe pensar en las aceptaciones bancarias, en tanto que sirvan como dinero para hacer pagos en el comercio al por mayor. Se trata siempre no de transformar el poder de compra que exista ya en posesión de alguno, sino de la creación, de la nada, del nuevo poder de compra...
(Schumpeter, 1957: 83)

De esta forma, en un sistema financiero gran parte de la expansión de recursos de financiamiento provienen de la actividad bancaria. Este es un punto de coincidencia entre la perspectiva postkeynesiana y la del circuito monetario, donde ambas aceptan la creación del dinero *ex nihilo* (desde la nada, en latín)¹³. Esto último significa que desde la óptica del dinero (crédito) los bancos son capaces de aumentar la base monetaria a través de la concesión de créditos y eso crea un flujo que puede retornar en forma de depósitos. Es decir, que existe una relación de causalidad entre el dinero creado a partir de la concesión del crédito y el volumen de depósitos que se crean a partir de dicho proceso. Desde esta visión, se puede afirmar lo siguiente: la cantidad de crédito determina el volumen de depósitos.

Lo anterior, puede plantearse como el inicio de las interacciones entre el sistema que da lugar a relaciones de causalidad entre instituciones, subsistemas productivos, familias y agentes. Así, el dinero creado por los bancos se enfoca en el crédito como un mecanismo de crecimiento económico que impulsa una fase expansiva del ciclo, debido a que promueve el desarrollo de nuevas combinaciones o, como también se le conoce, la expansión de innovaciones empresariales. Por ello, hacia dentro del sistema también se manifiestan

¹³ Lavoie (1985: 65) distingue en tres grupos estas perspectivas: los postkeynesianos de Cambridge (Robinson, Kaldor y Kahn), los postkeynesianos americanos (Davidson y Minsky) y los circuitistas (Schmitt, Fau, Barrere, Parguez, entre otros.) que son, en la mayoría de los casos, de origen francés.

contradicciones como la relación causal entre crédito y depósitos, en tanto el crédito pasa por la actividad de las empresas que, por lo general convierten, parte de sus ganancias, en depósitos.

Desde la concepción postkeynesiana, el ciclo crediticio marca la pauta del desenvolvimiento de las distintas fases de expansión o caída del nivel de inversión total y del nivel de demanda efectiva desde un enfoque keynesiano; de tal forma que el sistema financiero a través de su capacidad de intermediación financiera puede promover el crecimiento económico, pues el proceso del flujo o corriente circular, como la llama Schumpeter (1957), inicia con el crédito/deuda. En este sentido, Kalecki (1973: 47-49) buscó explicar la manera en que las ganancias están compuestas y promueven el desarrollo de los circuitos. Desde su punto de vista, el flujo de ganancias asegura el pago de las deudas con las entidades crediticias. Siguiendo a Marx, Kalecki buscó la explicación del desarrollo del flujo circular de la economía. El proceso de reproducción capitalista inicia en dinero y termina con dinero. Esto es un circuito dinerario de la economía en el que el crédito está al inicio de este proceso y termina con la generación de ganancias. Esto es lo que define a la economía monetaria de la producción como lo mencionó Keynes (1973) en su momento.

Hacia dentro de los subsistemas de las empresas, los agentes económicos (empresarios) se plantean determinadas expectativas en torno a las ganancias esperadas, como lo explicó Keynes (2006: 147). El nivel de éstas, en un periodo concreto, determina la capacidad de pago de sus deudas a las entidades crediticias. Desde el enfoque postkeynesiano, la vía para recuperar los costos financieros son las ganancias y éstas a su vez dependen de los precios. Esto implica que la relación entre las ganancias y los precios es directa, pues las empresas fijan sus precios de oferta de acuerdo al flujo de efectivo que requieren para afrontar los costos de operación (mano de obra, costos de materiales, costos operativos, costos financieros, etc.) más un margen de ganancia esperado. Al momento de determinar los precios, las empresas toman en cuenta el flujo de caja necesario para afrontar el pago de sus deudas, por lo que necesitan controlar su margen de ganancia para poder lograrlo. El circuito que se inició con la creación del dinero se cierra cuando una parte del dinero incrementado por las ganancias empresariales se destina al pago de las deudas del empresario con el banco.

De acuerdo con Kalecki (1973: 12), las empresas son capaces de fijar este tipo de márgenes en la medida en que tengan un mayor grado de monopolio. Los precios al ser vehículo por el cual los costos de producción se recuperan, a su vez reflejan la tasa de beneficio del productor. Desde la perspectiva kaleckiana, tanto la inversión como el financiamiento sólo pueden llevarse a cabo si la expectativa sobre los beneficios alcanza un cierto nivel. En este sentido, los precios de oferta del productor deben de cumplir con ese requerimiento. Minsky notó un vínculo entre la teoría del ciclo de la inversión de Keynes y la ecuación de las ganancias de Kalecki en su *principio del riesgo creciente* (1937: 442). Esto lo hace explicando que los beneficios son iguales a la inversión. Por lo tanto, la inversión financiada determina al ingreso agregado. La inversión, a través del financiamiento, afecta a los precios de tal forma que las empresas buscan incrementarlos para crear su propio excedente. La ecuación del precio de oferta se muestra a continuación¹⁴.

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{N_I}{N_c} \right)$$

Bajo el supuesto de que los salarios en el sector de los bienes de consumo y en el sector de los bienes de producción son iguales ($W_c = W_I$), los precios de los bienes de consumo P están determinados por el salario nominal W , por la productividad media sobre los bienes de consumo A y la relación entre el empleo en el sector de bienes de consumo y bienes de inversión $\frac{N_I}{N_c}$. Desde la visión de una economía monetaria de la producción, el nivel de precios no depende de la oferta monetaria. En cambio, el dinero aparece en todos los subsistemas que determinan a la inversión, al financiamiento y al déficit gubernamental.

Debido a que los precios de oferta son el vehículo para recuperar los costos, estos nos explican la forma en que se determina la ecuación de las ganancias. Minsky considera dentro de esta ecuación la inversión en productos de bienes de consumo y en bienes de inversión I , el déficit gubernamental Df y el déficit de la balanza comercial $BTDf$.

¹⁴ Minsky toma el supuesto neokaleckiano de la existencia de dos sectores de producción: uno para la producción de bienes de inversión y otro para el de bienes de consumo final. La relación entre ambos sectores determina los precios y las ganancias que se generan con la inversión financiada. Esto es importante para el ciclo de la inversión y su financiamiento, pues la inestabilidad del sistema financiero se crea cuando las unidades de producción no pueden cumplir con los compromisos de pago durante la fase cíclica de la tasa de ganancia decreciente, debido a que no les permite cumplir con los compromisos de pago que tienen con las entidades crediticias.

$$\pi = I + Df - BT Df + c \pi - sW$$

Esto implica que en una etapa de deflación de deuda la inversión disminuye, como consecuencia los salarios y la producción disminuyen. La vía para la estabilidad de los precios y las ganancias es el aumento del gasto público, como sucedió en la crisis de 1975 y en la de 1982 en EUA. Esto implica que el aumento del gasto público para la estabilización macroeconómica desencadena un proceso inflacionario como ruta para la salida de la deflación de deuda, pues gran parte de la deflación implica destrucción directa de las ganancias que se crean a partir del trabajo en el sector productivo de la economía. Esto significa que existe un rompimiento entre los circuitos monetarios pues las deudas dentro de la economía no pueden cancelarse. El gasto público tiene un papel central para la estabilidad macroeconómica al realizar sus intervenciones en las etapas más complicadas durante el ciclo de la inversión que se está financiando. El otro elemento que Minsky toma en cuenta en la ecuación de la ganancia es el déficit de la balanza comercial, un aumento del mismo disminuye los beneficios y el nivel de los precios internos. En una economía abierta, como en la etapa posterior a 1980, las importaciones tuvieron un efecto importante sobre el nivel de ingresos.

Los últimos dos componentes de la ecuación de la ganancia son el consumo de los beneficios ($c \pi$) y el ahorro de los salarios (sW). El primero implica que el consumo está financiado directamente por los beneficios. Esto último tiene un resultado importante pues determina la asignación de ganancias dentro del sector corporativo. Un ejemplo de ello pueden ser los accionistas, un aumento de sus ganancias puede conducir al incremento de la inversión. Sin embargo, esto es un elemento de inestabilidad, pues el incremento de los salarios del trabajo pecuniario respecto del trabajo necesario para la producción, digamos el trabajo de científicos, ingenieros y obreros, provoca una mala distribución del ingreso dentro del corporativo. Esto implica que en la medida en que se incremente el sueldo de financieros, abogados, publicistas, entre otros, se reduce la capacidad de generar mayores beneficios cuando se incrementa la otra variable, el ahorro de los salarios. Esto nos explica un mecanismo completamente endógeno de inestabilidad de las ganancias y que se va a reflejar en la manera en que el sistema financiero es endógenamente inestable y cómo el financiamiento a la inversión conduce a distintas fases cíclicas.

En el enfoque circuitista, la ecuación de las ganancias como identidad fundamental de la teoría se representa de la siguiente manera:

$$\Pi = I + D_G - (S'_H - S'_B) - S'_E$$

La ganancia bruta (Π) depende positivamente de las nuevas inversiones empresariales (I), del déficit estatal a través de su gasto (D_G), de las ganancias bancarias netas (S'_B) y depende negativamente de los ahorros de los hogares (S'_H) y del ahorro neto del sector externo (S'_E). Un elemento clave en el desarrollo del circuito monetario es que, como se mostrará en el siguiente apartado, gran parte del dinero creado en el subsistema bancario proviene del gasto público. Es decir, que todo el ahorro del sector privado y del sector externo depende fundamentalmente del dinero creado por el Estado mediante su gasto. Y éste a su vez es un mecanismo que impulsa las ganancias y el proceso de reinversión a través del pago de deudas de los empresarios con los bancos comerciales, de esta forma los bancos podrán seguir creando dinero de la nada mientras todo ese dinero sea destruido mediante el pago de las deudas.

1.4 Subsistemas institucionales: banco central, finanzas públicas y demanda agregada

Desde la concepción postkeynesiana, existen dos instituciones que se relacionan entre sí para ser la fuente de dinero: el banco central y el gobierno. Éste último controla su déficit que se manifiesta en el superávit del resto de los sectores económicos. Wray (2007: 120) menciona que la relación entre el banco central y las finanzas públicas es fundamental para entender la capacidad de los gobiernos de sostener su saldo deficitario. En este sentido, el autor menciona que la autonomía de la banca central es “totalmente ilusoria”, pues depende de las acciones de las autoridades que controlan el gasto público. La razón de lo anterior es que el gasto público se realiza a través los depósitos que el gobierno central transfiere a las cuentas bancarias. Los bancos aumentan sus reservas y el banco central necesita operar de acuerdo al nivel de reservas bancarias para cumplir con su objetivo de tasa de interés. Por más que el banco central intente operar de manera independiente de la política fiscal, la realidad es que ésta última siempre tendrá una vinculación directa con el sector bancario, al que el banco central busca regular y supervisar. La mayoría de los postkeynesianos y circuitistas coinciden con el argumento horizontalista en el que la tasa interbancaria del banco central no está determinada por el mercado, se fija de forma institucional y no hay una relación causal entre

el crédito del banco central con los bancos comerciales y la tasa de interés. Más bien, explican ellos, que la tasa está determinada institucionalmente de acuerdo a los intereses y expectativas de los principales grupos financieros o élites, esto se refiere a una variable de carácter distributivo. En términos generales se abogan por políticas discrecionales que no se centran en el nivel de la tasa de interés sino de la política crediticia del banco central.

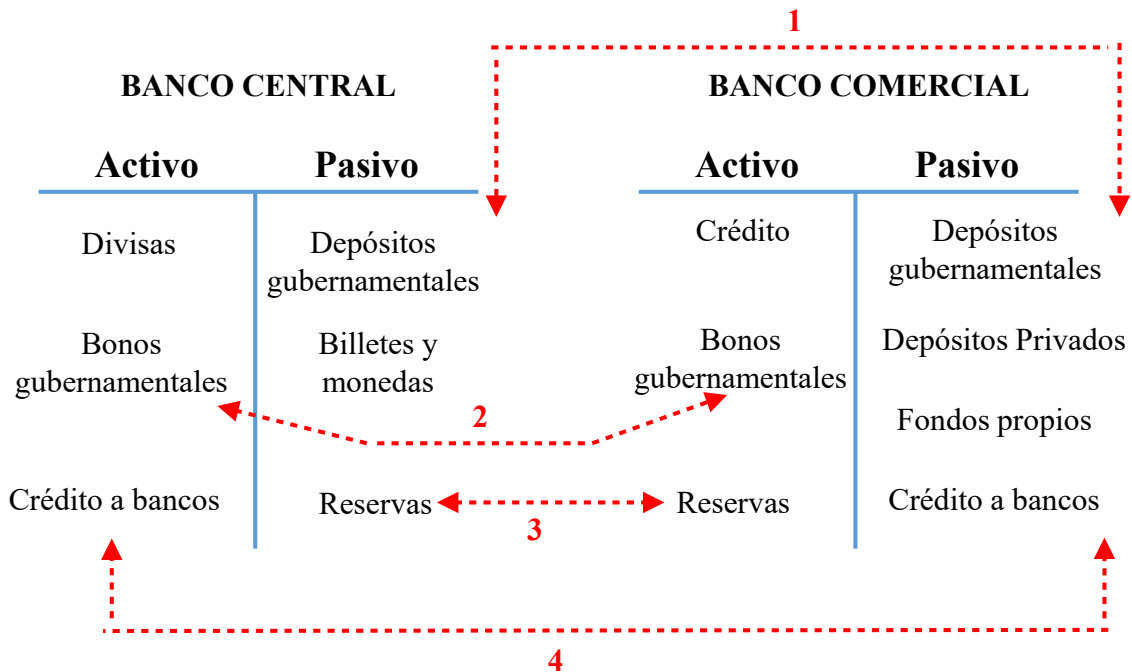
La verdad sobre la política monetaria es bastante simple: generalmente no importa mucho. Los cambios inesperados en las tasas pueden afectar a los mercados financieros y, como dicen los nuevos clásicos, las políticas aleatorias tienen mayores efectos, pero no hay mucho que recomendar. En el entorno institucional actual, mayormente libre de regulaciones, supervisión y fronteras financieras internacionales, los cambios en las tasas de interés dentro de los rangos habituales tienen pequeños efectos sobre la demanda agregada; cambios de política más grandes tienen efectos más grandes, pero ahora se evitan debido a la política de gradualismo, basada en el temor de que los grandes cambios tengan efectos indeseables en los mercados financieros (Wray, 2007: 140).

Esto implica que la política crediticia es mucho más importante que la política monetaria desde el enfoque postkeynesiano. La función de prestamista de última instancia es de gran relevancia para el funcionamiento del subsistema monetario de la producción. Rochon y Rossi (2007: 542) dividen el papel de prestamista del banco central en dos funciones: la función defensiva y la acomodaticia. Ambas se centran en el dinero de alta potencia (*high-powered money*) como puede ser el suministro de las reservas bancarias o, como también se le conoce, saldos de liquidación de deudas interbancarias. La primera función está relacionada con la actividad diaria de los bancos cuando equilibran sus balances contables al final del día; la otra se refiere a una necesidad crediticia de urgencia. Este enfoque permite ver al subsistema de la banca comercial en dependencia del subsistema del banco central. Las necesidades crediticias de los bancos comerciales en el caso de la función de defensa, es decir en las operaciones diarias, se refiere a que una necesidad crediticia es manejada mediante la ventanilla de descuento y las operaciones de mercado abierto del banco central. Éstas últimas se enfocan a los depósitos gubernamentales y repos (se realizan mediante la compra y venta de títulos en el mercado abierto). Mientras que en la función acomodaticia, la necesidad de

reservas por los bancos comerciales (como puede ocurrir en una corrida bancaria) la cubre el banco central a través de la adquisición de títulos de deuda pública en el mercado abierto.

En la figura 2 se muestra la situación anterior, en (1) se refiere a los depósitos que realiza el gobierno central tanto en el banco central como en la banca comercial. En el primero, el gobierno puede trasladar todo su saldo o gran parte de él al banco central, en el momento que lo requiera puede disponer de él. En el caso de los bancos comerciales, se refiere al depósito que el gobierno realiza para afrontar sus pagos a través de la banca. Esto está relacionado con el punto (2), cuando el gobierno aumenta su gasto depositando en los bancos comerciales, emite valores de deuda pública que están garantizados por el banco central. Esto implica que cuando deposita, eso hace crecer los pasivos bancarios y para compensar ese movimiento, lo compensa emitiendo valores de deuda. Las razones de esto se explican más adelante por el enfoque circuitista. En (3) se indican las reservas que los bancos comerciales guardan en el banco central, son saldos de un día para otro. Puede pensarse en ellos como una cuenta corriente en la que guardan parte de sus activos, lo cual puede ser parte de los mecanismos de regulación por parte de la autoridad central. En (4) se puede notar el crédito que el banco central es capaz de otorgar a los bancos comerciales utilizando su función de prestamista de último instancia. La función defensiva se realiza a través de las operaciones de mercado abierto y se refiere a las funciones diarias para equilibrar los balances de la banca comercial al final del día. La función acomodaticia está relacionada con el punto (2) donde el banco central adquiere los títulos de deuda pública en poder de los bancos comerciales.

Figura 2: balances de la banca central y la comercial



Fuente: Marc Lavoie (2004): *La economía postkeynesiana: un antídoto del pensamiento único*. Edit. Icaria

El crédito que crean los bancos para que las empresas puedan cumplir con sus objetivos de acumulación está íntimamente ligado con la ecuación de las ganancias esperadas (afirman los circuitistas). La lógica de la construcción del circuito monetario se basa en la idea de “gastar primero, para posteriormente obtener un ingreso” (Bliek y Parguez, 2007: 25). Este argumento se basa en todo el planteamiento en torno a la naturaleza del dinero en el que se distinguen cuatro propiedades que la caracterizan (Parguez, 2006: 47-52): 1) el dinero es creado para ser destruido; 2) el dinero aparece en una doble relación de endeudamiento; 3) El dinero no es reserva de valor; 4) el dinero siempre es endógeno. El funcionamiento del dinero dentro de una economía monetaria de la producción en la visión circuitista es que el dinero está determinado por el déficit del Estado. En palabras del autor:

...[El Estado] crea el dinero para “gasto” a fin de asegurar la producción de bienes colectivos. El poder monetario del Estado es el soporte del poder que tienen los bancos de crear el dinero para los empresarios. Su característica es que todo el dinero es extendido en una unidad de cuenta fijada por el Estado (Parguez, 2006: 47).

La definición anterior del dinero como una deuda creada por el subsistema bancario, se entiende por el hecho de que, aunque aparentemente, gran parte de todo el dinero en circulación es de origen bancario, su verdadera naturaleza está en la deuda que el Estado gira en contra de sí mismo. Dicho lo anterior, Keynes trata al dinero como una representación, pero esta propiedad puede entenderse en distintos niveles:

...el dinero bancario puede no representar ya una deuda privada, como en la definición anterior, sino una deuda del Estado; y el Estado puede utilizar su prerrogativa chartalista para declarar que la propia deuda es aceptable para liquidar una obligación. En ese caso, un tipo específico de dinero bancario se transforma en dinero propiamente dicho, una especie de dinero propiamente dicho que podemos llamar dinero representativo (Keynes, 2010).

Al tratar el dinero que crea el sector bancario para la producción de nuevas combinaciones empresariales, nos encontramos en una dimensión que está en el centro del sistema. Pero al pasar a una dimensión más profunda, podemos encontrar la relación de dependencia de la creación de dinero con las instituciones. Es decir, que en la manera en que profundizamos en el estudio del dinero y la manera en la que opera esto involucra cada vez más a las instituciones que están relacionadas directamente con el Estado. Precisamente Keynes menciona las contribuciones de la teoría del dinero estatal o escuela chartalista en la forma en que opera el dinero representativo. Desde la concepción de la teoría del dinero estatal, la autoridad política tiene la capacidad de controlar el medio de pago en el que se liquidan las cuentas:

Tal vez la palabra latina "Charta" puede tener el sentido de billete o ficha, y podemos formar un adjetivo nuevo, pero inteligible, "Chartal" [...] Entre los pueblos civilizados en nuestros días, los pagos sólo se pueden hacer con billetes de pago o piezas de Chartal. La capacidad de pago nunca desaparecería, incluso si las monedas debieran suprimirse por completo [...] Es importante que estas fichas lleven signos exactamente descritos por ordenanza legal. No es importante que lleven ninguna inscripción. Las letras o jeroglíficos (escudos de armas) no tienen ninguna consecuencia. Son importantes simplemente como un medio de identificación. El

significado debe ser entendido no leyendo los signos, sino consultando las ordenanzas legales (Knapp, 1924: 32-33).

El ordenamiento jurídico no sólo se refiere a que son las autoridades las que sostienen la estructura de las deudas, sino que son la fuente de creación del dinero. Esto significa que no sólo tienen la capacidad de crearlo sino que a cambio, cobran un impuesto a todo el que busca utilizar la moneda. El gobierno gasta con el fin de sostener los superávits del sector privado, a cambio se cobrará un impuesto con el objeto de destruir parte y no todo el dinero que se creó con el gasto estatal. Es decir, que la tasa impositiva busca un reflujo en el que parte del dinero creado por el Estado va a retornar a él mismo. Desde esta óptica podemos notar que la condición natural de las finanzas públicas es estar siempre en déficit, pues los gobiernos soberanos no necesitan adquirir moneda para ejercer su gasto. Los impuestos no financian al sector público, sólo retiran parte del dinero creado por el Estado. Este dinero surge de la deuda que el Estado gira en contra de sí mismo. En el enfoque chartalista el valor de la moneda no está sujeto a algún elemento de tipo físico sino que su valor se deriva de la capacidad del Estado de ejercer su poder de coerción con el fin de obligar a los agentes a pagar sus impuestos. ¿Cómo es que sucede esto?

Una vez que el gobierno se da cuenta de que su decisión de gasto determina la cantidad de dinero fiduciario disponible para cumplir con las obligaciones tributarias que impone, puede establecer exógenamente los precios de los bienes y servicios que compra del sector privado. Esto determina el valor de la moneda. El gobierno puede elegir devaluar la moneda, o causar inflación, pagando más por una cantidad determinada de bienes y servicios o revaluar la moneda ofreciendo precios más bajos (Wray, 1998: 159).

El modelo *Taxes-Drive-Money* de Wray (de ese mismo trabajo) nos indica la forma en que podemos entender el valor del dinero. Esto es que el valor del mismo está determinado por el dolor que los agentes están dispuestos a soportar para escapar del dolor que el Estado impondrá a los evasores fiscales. Independientemente del material con el que esté hecho el dinero si es digital, papel o metálico, ningún elemento de tipo físico le otorgará valor a la moneda, el valor del mismo está sujeto al poder coercitivo Estatal. Para que el gobierno pueda cobrar sus impuestos, primero tiene que gastar en su moneda.

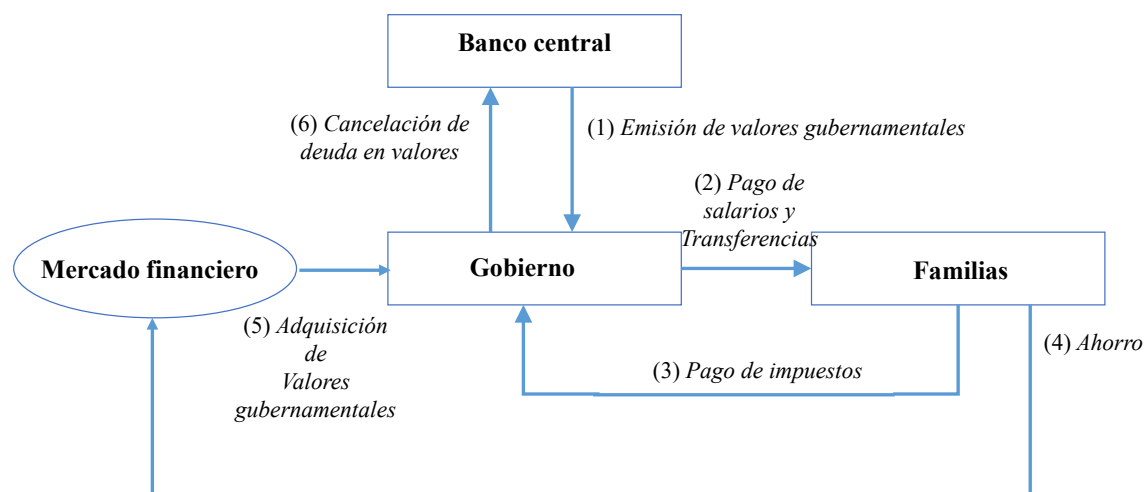
El enfoque circuitista se centra en la función que cumple el déficit público para la sostenibilidad de las ganancias. Esto se refiere a la relación que existe entre las finanzas públicas y el banco central. Parguez (2009: 58- 59) distingue dos momentos: uno donde se realiza el gasto del sector público y otro, donde se emiten valores de deuda pública. Si tomamos la ecuación fundamental del circuito monetario, esto es la ecuación de la ganancia que se mencionó anteriormente, se puede notar que la relación entre el gasto público y la tasa de beneficios es directa. En tal caso, cualquier gasto en dinero estatal se convierte en una creación de dinero de igual forma para todo el sector privado. Esto se refiere a un depósito en las cuentas de los bancos comerciales. Este movimiento de tipo contable crea dos elementos: un pasivo en el balance del gobierno y un activo en los bancos comerciales. De esta forma el dinero que crea el gobierno mediante su gasto lo deposita en la cuenta de los bancos comerciales y se anota en sus pasivos para cumplir con los principios contables básicos, pero dicho saldo deficitario público en palabras del autor es: “puramente convencional; no implica, en absoluto, una obligación de reembolso a los bancos como si eso fuera el resultado de un préstamo efectivo de los bancos al Estado.” Es decir, el gobierno traspaasa dinero público a la banca comercial, ésta última no le ha realizado un préstamo al sector público. Si el gobierno controla su propia moneda, el déficit gubernamental que se crea por el gasto es simplemente una ilusión de manejo contable. Además, este aumento de las reservas de los bancos comerciales por el aumento del gasto público se añade también al hecho de que la cuenta de las reservas de los bancos comerciales en el banco central aumenta. Desde este punto de vista se considera que el banco central es la última fuente de dinero, de acuerdo con la relación de causalidad que existe entre ellos.

El segundo momento o la siguiente etapa, contempla la emisión de títulos de deuda pública. En tal caso, si volvemos a revisar la ecuación de las ganancias del circuito monetario encontramos que se considera dentro de la misma la tasa de beneficio del sector bancario. Dicha ganancia es sostenida mediante la emisión de títulos de deuda pública, por un monto equivalente al aumento de las reservas bancarias, con el objeto de incrementar los ahorros del sector bancario mediante el impulso de las inversiones bancarias en acervos de capital financiero, esto es títulos de deuda pública que el banco central se encarga de colocar en los mercados financieros, los bancos comerciales adquieren dichos títulos con el objeto de aumentar su rentabilidad, esto es a lo que Parguez llama “relación causal perfecta”. El hecho

de que las emisiones de títulos de deuda pública aumenten en la misma proporción que aumentan las reservas bancarias, es que la banca comercial pueda aumentar sus ganancias y no utilicen sus reservas para operar como intermediarios financieros en los mercados de capital en la compra de acciones, sino que dichas reservas se mantengan y mediante la colocación de títulos se evita que los bancos se transformen en entidades que operan plenamente en los mercados de capital y se enfoquen, principalmente, en el financiamiento inicial. El resultado de lo anterior es simple: los gobiernos no pueden quebrar, los títulos de deuda no están financiando el gasto público y el déficit público ficticio se utiliza para dar estabilidad financiera.

En la figura 3, se muestra que en (1) el gobierno se encarga de emitir valores gubernamentales con garantía del banco central que se colocan en el mercado financiero. En (2) se representa el depósito bancario que realiza el gobierno en pagos de salarios y transferencias a las familias. Éstas últimas tienen la posibilidad de pagar sus impuestos en (3) y destruir una parte del dinero creado con déficit público, o ahorrarlo en (4) hacia la adquisición de valores de deuda pública en (5). Mientras que en (6) el gobierno busca liquidar valores de deuda emitidos por él mismo con el objeto de crear dinero en todo el subsistema económico.

Figura 3: circuito de finanzas públicas y banca central



Las condiciones de estabilidad que, desde el punto de vista de la teoría postkeynesiana, le da a la economía el Estado, a través del déficit público, no se cumple en el caso de España y en el resto de los países de la zona euro, en la medida en que dependen de las decisiones del Banco Central Europeo para la obtención de dinero a través de la banca comercial. Este es el

centro de la crítica de los postkeynesianos al arreglo institucional sobre el cual descansa el euro. A partir de esta realidad ese país se enfrenta a serios obstáculos para superar la deflación de deuda. Por ello, una interpretación de este hecho puede sustentarse a partir de la concepción sistémica al establecer una relación de dependencia negativa institucional entre sistemas bancarios.

1.5 Financiarización y circuitos crediticios

La evolución de los circuitos crediticios a partir de la transición hacia un capitalismo en el que los grandes conglomerados industriales y financieros profundizaron sus interrelaciones con los megabancos, marcaron una nueva etapa denominada por la literatura heterodoxa como financiarización. Los subsistemas monetarios de la producción se relacionaron cada vez más entre sí y con la totalidad a través de los mercados financieros. Fueron en esos espacios donde aprovecharon la opacidad de sus operaciones para que los mantuviera fuera del radar de la regulación institucional. Desde el enfoque postkeynesiano, Minsky pudo notar el desarrollo de este proceso y lo denominó *capitalismo de los administradores de dinero*. Uno de los principales cambios internos dentro de la estructura corporativa fue la acelerada desaparición de los gerentes corporativos dentro de la organización. Estos fueron sustituidos por los que él llamó administradores del dinero. Esto se refiere a los agentes financieros que compran y venden activos financieros, como pueden ser acciones, bonos, títulos, entre otros instrumentos que operan en diversas instituciones intermediadoras de los circuitos crediticios. El ascenso mundial de estos grupos modificó la manera en que el crédito se desarrolló en los circuitos de financiamiento y la manera en que se conformó la ecuación de las ganancias. “La creciente influencia de los administradores de dinero obligó a los líderes empresariales a centrarse cada vez más en las ganancias trimestrales y el valor bursátil de sus empresas, en otras palabras, en el valor para los accionistas.” (Whalen, 2017: 3).

En la visión schumpeteriana de Minsky, la destrucción creativa se da por el desarrollo de innovaciones en el subsistema financiero de la corporación; esto disminuye la capacidad de crecimiento de su subsistema industrial. Anteriormente, ésta última, era el motor de desarrollo para el impulso de innovaciones empresariales y nuevas combinaciones que se traducían en nuevos bienes y servicios. Sin embargo, la implementación de nuevos instrumentos financieros y la aparición de nuevos agentes intermediarios, provocó el

estancamiento de las capacidades productivas dentro de las mismas corporaciones transnacionales; obsérvese la contradicción entre la innovación financiera y la falta de crecimiento del sector productivo. Como se mencionó anteriormente, la ecuación de las ganancias de Minsky incorpora el consumo de los beneficios ($c\pi$) y el ahorro de los salarios (sW). En la medida en que se genera rentabilidad financiera dentro de la empresa, los salarios de los agentes financieros del corporativo comienzan a incrementarse respecto de los trabajadores que son necesarios para el proceso de producción, esto provoca una desigualdad en el ingreso mediante la asignación de beneficios, de manera que se crea una paradoja: en la medida en que el consumo de los beneficios aumenta y a su vez también lo hacen las ganancias, se desencadena un proceso de inestabilidad al alza que contrae los beneficios y comienzan a aumentar los ahorros de los salarios. Como las ganancias son iguales a la inversión, una disminución de las expectativas de ganancias tiende a crear una espiral deflacionaria de precios y ganancias. Esto contrae la demanda y desencadena un proceso de deflación de deuda.

En la etapa de deflación de deuda, Minsky relaciona la inestabilidad dentro del proceso de financiamiento a la inversión. De manera que las ganancias deben de tener un nivel suficiente para que las corporaciones puedan enfrentar sus compromisos de pago, de lo contrario, un elevado nivel de sobreendeudamiento puede desencadenar un acelerado proceso deflacionario. Esto es la destrucción de ganancias y capacidades productivas, así como una importante caída en los niveles de empleo. En tal caso, Minsky recuerda que son las instituciones del sector público las que se encargan de evitar que “se caiga el cielo”. La inestabilidad financiera proviene de la disminución del nivel de los flujos de efectivo en comparación con la capacidad de pago sobre los compromisos adquiridos con el banco. En este sentido, el autor antes mencionado, distingue tres tipos de unidades: cubiertas, especulativas y Ponzi. El primer tipo de unidad implica que todos los préstamos adquiridos pueden pagarse con los flujos de efectivo, esto es una empresa con bajos niveles de endeudamiento y elevadas ganancias. La siguiente unidad implica que los flujos de efectivo sólo cubren el pago de los intereses sobre la deuda y requieren de nuevo financiamiento para el pago del principal. Y la última, implica que el flujo de efectivo no cubre ni el principal, ni los intereses y que la empresa tiene que desprenderse de sus activos para poder afrontar los pagos de su deuda. A continuación, se muestra la explicación de esto en palabras de Minsky:

La inestabilidad financiera está vinculada a la importancia relativa de los ingresos, el balance y los flujos de efectivo de la cartera en una economía. Los flujos de efectivo de ingresos de los sueldos, salarios y pagos por productos finales e intermedios son la base sobre la cual descansan los flujos de efectivo del balance y de la cartera. Si los flujos de efectivo de ingresos realizados y esperados son suficientes para cumplir con todos los compromisos de pago sobre los pasivos pendientes de la unidad, entonces la unidad será el financiamiento de cobertura. Sin embargo, los flujos de efectivo de una unidad en el balance pueden ser mayores que los ingresos esperados, de modo que la única forma en que se pueden cumplir es reinvertiendo o incluso aumentando la deuda; las unidades que refinancian la deuda se dedican a las finanzas especulativas y las que aumentan la deuda para pagar la deuda se dedican a las finanzas de Ponzi. Por lo tanto, las unidades de financiamiento especulativas y Ponzi necesitan participar en transacciones de cartera —venta de activos o deudas— para cumplir sus compromisos de pago, si son unidades dedicadas al financiamiento de cobertura. Por supuesto, las unidades de cobertura pueden participar en transacciones de cartera para adquirir activos, pero esta es una estrategia comercial y no el resultado de un déficit en los flujos de efectivo de los ingresos en relación con el vencimiento de los compromisos de pago (Minsky, 1986: 226-227).

Un instrumento que Minsky señaló dentro de esta etapa del capitalismo y que es crucial para entender la inestabilidad inherente, es el proceso de titulización de la deuda. Los avances en la tecnología financiera incorporaron nuevos instrumentos que permitieron la expansión de este tipo de activos en todo el mundo. La integración de los mercados de capital a nivel mundial permitió la expansión de las ganancias financieras y la unión de circuitos financieros nacionales con el resto del mundo; de tal manera que los instrumentos de regulación no pudieron adaptarse con la suficiente rapidez a los grandes cambios en los mercados de capital.

Este mismo proceso, visto desde la perspectiva circuitista, se explica mediante un replanteamiento de la ecuación fundamental, es decir, de la ecuación de las ganancias tomada de Parguez y Thabet (2017: 7-8).

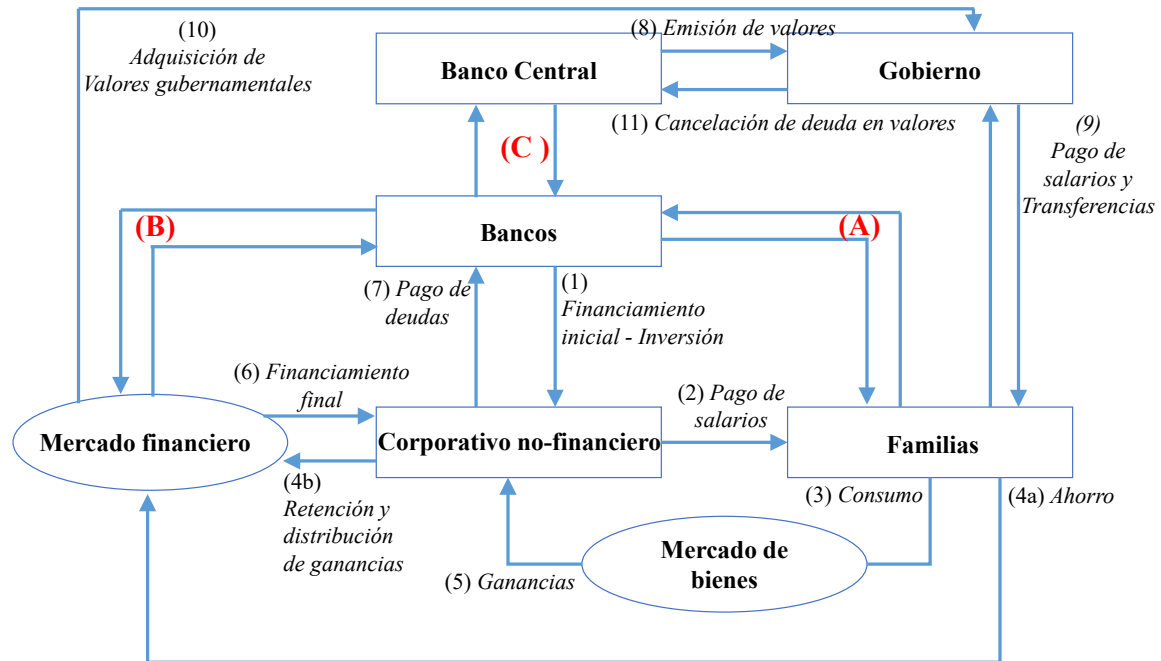
$$\Pi_t = (C_t + I_t + G_t + E_t) - W_t$$

En esta ecuación $C_t = W_{t-x} + \Delta D_t^H$

Las ganancias brutas (Π_t) dependen positivamente del consumo (C_t), la inversión (I_t), el déficit público (G_t) y del excedente neto de la balanza comercial (E_t). Respecto al salario (W_t), éste representa un costo de producción por lo que se relaciona negativamente con la ganancia. La condición de estabilidad del sistema es que el consumo actual esté sostenido por el salario del periodo ex post W_{t-x} y que en el periodo actual el trabajador contrate deuda (ΔD_t^H) para sostener su nivel de consumo. Esto significa que los aumentos de los salarios y el empleo tienen un efecto negativo sobre las expectativas de inversión. De manera que cuando las grandes corporaciones requieren de liquidar el pago de sus deudas, eso provoca ansiedad sobre el nivel de sus ganancias. Para que los costos salariales de las corporaciones no representen una carga para las ganancias, los trabajadores deben adquirir deuda. Esto se debe, sobre todo, a la paradoja que explica Minsky y que se mencionó anteriormente. El problema de la distribución del ingreso al interior de la corporación profundiza las dudas sobre el crecimiento del crédito al consumo, por lo que la variable inversión puede seguir cayendo en las etapas de mayor inestabilidad. Esto es lo que provoca que la economía mantenga una tendencia hacia la deflación. Lo anterior explica el funcionamiento del siguiente circuito en la figura 4: el proceso (1) al (11) fueron explicados previamente en las figuras 1 y 3. En un contexto de financiarización, la concatenación de circuitos entre los subsistemas que componen al sistema financiero, y el resto de subsistemas, tienen una mayor interdependencia. Como se puede notar en la figura, el mercado financiero mantiene un mayor volumen de concatenaciones, en ese caso, los bancos no sólo prestan a las corporaciones mediante el financiamiento a la inversión que es el mecanismo de impulso económico, sino que también son capaces de otorgar préstamos al consumo al subsistema de las familias en (A). Sin embargo, dentro del enfoque circuitista, se considera un tipo de financiamiento final. Esto se debe a que los bancos canalizan estos recursos a los mercados de capital, tal como se muestra en (B) ya que no solamente son capaces de captar los ahorros de las familias y de las empresas, sino que las ganancias bancarias netas pasan a ser una retención de beneficios que se canaliza en forma de ahorro en los mercados de capital en la compra de instrumentos financieros. Lo anterior coincide con la tesis sobre el circuito monetario planteado por Sawyer y Passarella (2015: 3- 6), la diferencia es que ellos lo ven desde un enorme mercado de capitales. Sin embargo, aquí se considera que en el caso de una banca comercial grande, en términos del tamaño de su balance, implica que puede acceder a

enormes cantidades de recursos financieros en los mercados de capital que le permiten expandir el crédito mediante el financiamiento final al igual que un fondo de inversión u otro tipo de conglomerado financiero. En el inciso (C) simplemente se considera la concatenación de los balances entre el banco central y la banca comercial, que fueron explicados en la figura 2.

Figura 4: financiarización en el circuito monetario



La ecuación propuesta por el enfoque circuitista también se discute en el ámbito postkeynesiano, en el que Keen (2014) propone una función de demanda agregada Y_t con los mismos componentes:

$$Y_t = C_t + I_t + G_t + E_t$$

Donde $C_t = W_{t-x} + \Delta D_{t-1}^H$; $I_t = (1 + \lambda)Q_{t-1}$

En su versión, él considera el financiamiento a los hogares y a la inversión $[(1 + \lambda)Q_{t-1}]$ para el impulso de la demanda agregada. Llega a la conclusión de que la cantidad de dinero que se expande en la economía es igual la velocidad con la que crece la deuda. Es decir, que si antes las economías estaban lideradas por el impulso de demanda agregada, en una etapa de financiarización, la demanda agregada depende del crédito provisto por el sistema financiero hacia el consumo y la inversión. Desde otra concepción postkeynesiana, Lavoie

(2014b) explica que dicha relación entre la deuda y la demanda agregada no puede existir pues el componente que determina la demanda agregada como el consumo no está directamente asociado al crédito bancario. Esto se explica de mejor manera con el circuito monetario; la diferencia entre el financiamiento inicial y final, es que el primero está asociado directamente con la expansión de la inversión en medios de producción, lo que determina una creación de valor a partir del trabajo humano. Mientras que el financiamiento final se refiere medios crediticios que están más vinculados con crédito de los mercados de capital. Es decir, el crédito al consumo no es financiamiento inicial y, por lo tanto, no tiene un vínculo directo con la demanda agregada, mientras que el financiamiento a la inversión sí lo tiene. Lo que sucede en una economía financiarizada es que los bancos comerciales tienen una relación más estrecha con los mercados de capital, de tal forma que son capaces de incrementar el volumen crediticio, incluso, por encima del PIB. Esto no exenta el hecho de que la expansión al crédito al consumo por parte de los bancos comerciales no sea beneficioso para ese tipo de banca, sino todo lo contrario. Esto puede observarse claramente en el caso español (véase el capítulo cuarto de este trabajo)

Como complemento al enfoque circuitista, una perspectiva sistémica del proceso de financiarización que permite verlo como una totalidad estructural, se puede analizar desde la óptica de la escuela institucionalista. Desde esa visión, podemos identificar dos tipos de trabajo que están vinculados a los circuitos de crédito. Así, éste es un flujo que vincula el volumen de negocios y el tiempo el financiamiento que permiten la existencia del flujo inicial del circuito para la producción. Con el desenvolvimiento de la inversión, el cambio tecnológico motiva los cambios del proceso productivo y, con ello, se provocan cambios a nivel institucional.

De esta forma, existen dos tipos de instituciones: las tecnológicas y las ceremoniales. Los instintos tecnológicos que motivan a los cambios institucionales están vinculados al proceso de la máquina. Esto es, todo el trabajo asociado a la actividad industrial, como la ingeniería y el trabajo físico se enfocan a la producción de bienes y servicios. El desarrollo de los instintos en el trabajo rutinario se orientan al desarrollo de nuevas ideas, a la tecnología o a los hábitos del pensamiento que les acompañan (Veblen, 1904: Cap. 4). Mientras tanto, la institución ceremonial está asociada al empleo pecuniario (o dinerario); dicha institución se

fundamenta en los derechos de propiedad. Dentro de sus actividades se encuentran el grupo de empresarios, negociantes, accionistas, financieros, abogados, economistas, mercadólogos y publicistas, entre otros¹⁵. Es decir, el trabajo en torno al dinero o al crédito. Esto se encuentra relacionado con un estándar de consumo ostensible y de elevada reputación. El trabajo pecuniario asociado con una posición de decoro y estética que mantiene un dominio sobre el trabajo asociado con la máquina y, el hecho de evitar ese esfuerzo, los pone en una posición donde el trabajo manual y mental busca evitar el trabajo poco valorado del proceso industrial. En palabras de Veblen:

La arcaica diferenciación entre clases nobles y villanas se basa en una distinción valorativa entre las ocupaciones, que divide a éstas en honoríficas y degradantes; y durante los primeros tiempos del estadio casi pacífico esta distinción tradicional se desarrolla hasta convertirse en un canon imperativo de decoro (Veblen, 2000: 97-98).

Esto crea un proceso dialéctico entre empleo pecuniario y empleo industrial. Mientras que el primero contempla al dinero/crédito como un objetivo y busca emular las actitudes y acciones de los ricos (quienes están exentos completamente de la necesidad de un trabajo físico), el segundo busca innovar tecnológicamente con el objeto de impulsar nuevas formas que aceleren el proceso de la máquina. El lado pecuniario contradice el proceso de la máquina, al enfocarse al dinero y sus beneficios, su instinto gira en torno a la administración del dinero y evitar el trabajo engorroso y tedioso de la industria, adopta una posición conservadora y es el principal freno de cambio institucional. De esta forma, el trabajo alrededor de la máquina es el principal motor de evolución y transformación institucional, porque busca impulsar las innovaciones tecnológicas que permitan el desarrollo industrial. Mientras que la institución pecuniaria puede o no obstruir el cambio institucional. Podemos afirmar que, el lado pecuniario de la empresa de negocios, es una institución depredadora del trabajo que rodea a la máquina, se beneficia a costa del esfuerzo físico y mental que presupone el lado industrial

¹⁵ Cada uno puede tener distintas formas de ingreso; pueden tener ganancias, salarios, intereses, dividendos, etc. Mientras que todo el trabajo industrial sólo puede obtener salarios. Los primeros pueden estar más vinculados al circuito del financiamiento final y los otros al circuito de financiamiento inicial.

y monetiza la ganancia para mantener su posición opulenta y dineraria; lo cual es una condición parasitaria del administrador del dinero.

El crédito, desde la perspectiva vebleniana, tiene distintas formas que representan una conexión entre el tiempo y el volumen de negocios para la comunidad empresarial: los préstamos, la participación accionaria y obligaciones en forma de bonos o títulos. El valor de los activos de una corporación después del pago de todos los pasivos representa el *good-will*. El crédito, en este contexto, tiene la función de ampliar el capital mediante sus distintas formas. La junta de directores es una forma pecuniaria de control del crédito a partir de su forma accionaria de participación empresarial. La visión sistémica del dinero/crédito nos permite ver cómo a partir de sus interconexiones entre los subsistemas que la conforman pueden crear un cambio en la totalidad desde el interior de los mismos.

El enfoque institucionalista nos muestra que el subsistema monetario de la producción está compuesto por dos formas de trabajo (industrial y pecuniario). A partir de esa relación dialéctica surge el proceso de financiarización como un elemento completamente endógeno a la sociedad capitalista. El carácter parasitario y depredador del trabajo pecuniario se basa en una visión del mundo que parte de una perspectiva lineal. Esto es, una relación estadística y matemática entre el riesgo de la inversión y la ganancia. El acelerado crecimiento del lado pecuniario de la sociedad capitalista orientó al incremento del trabajo en el sector servicios (tercerización de la economía) y a una expansión crediticia de magnitudes inimaginables. La visión lineal entre el volumen de negocios y el tiempo llevó a los administradores del dinero (parte pecuniaria) a establecer menores tiempos de rotación. Buscar pequeñas ganancias y rendimientos rápidos a través de las distintas formas de crédito de la empresa de negocios. La consolidación de los grandes corporativos transnacionales en torno a la categoría de propiedad condujo a la especialización de procesos financieros cada vez más sofisticados.

El desarrollo de la tecnología financiera sentó las bases a la administración del riesgo; esto se refiere, a todo el trabajo pecuniario en torno a la producción de instrumentos financieros con una visión del mundo de tipo lineal entre riesgo y ganancia. De esta forma, se buscó controlar y manipular los procesos crediticios con el objeto de disminuir los tiempos de rotación y, así, asegurar grandes ganancias con elevados riesgos. Veblen menciona la manera en que el crédito toma un carácter especulativo:

El capital de negocios de una corporación moderna es una magnitud que fluctúa día a día; y en las cotizaciones de sus obligaciones la magnitud de su extensión de crédito también fluctúa día a día con el curso del mercado. La magnitud pecuniaria precisa de la riqueza invertida de la comunidad comercial, así como la cantidad total del endeudamiento de la comunidad, depende de hora a hora de las cotizaciones del intercambio de acciones; y rara vez sucede que permanezca casi igual en conjunto desde el final de una semana hasta el siguiente (Veblen, 1904: Cap. 5).

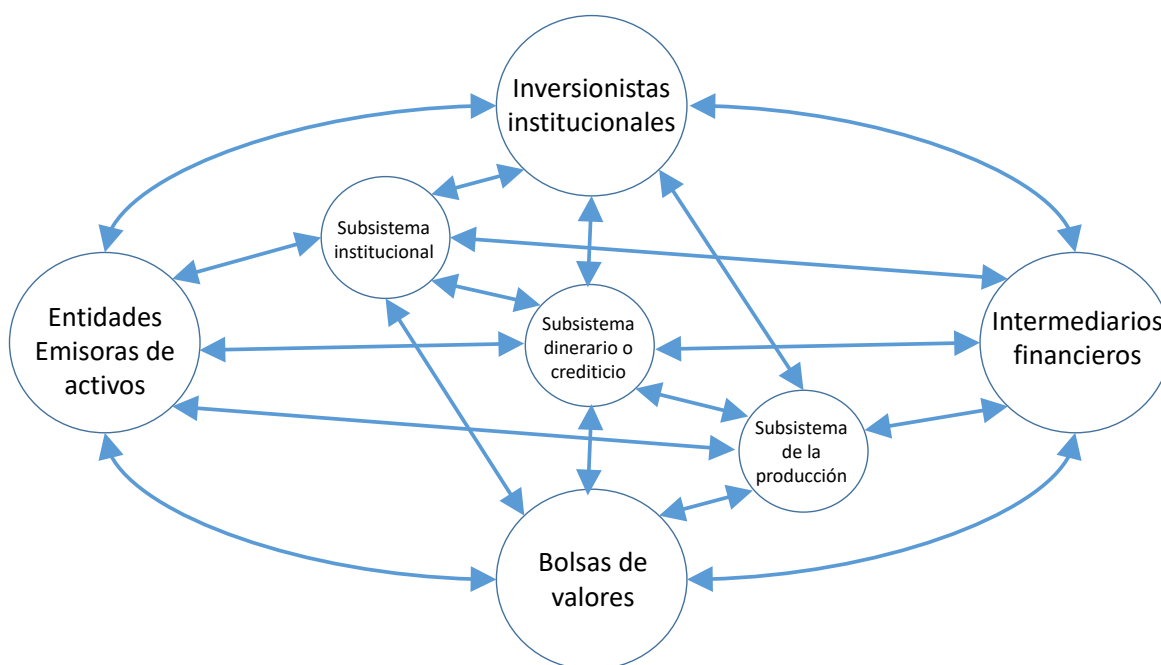
Desde esta óptica, podemos ver que el crédito tiene un vínculo con la desigualdad entre distintas clases sociales. Esto nos habla de un desequilibrio social, al respecto Galbraith menciona que: "...debemos encontrar el modo de remediar la pobreza que experimentamos en nuestros servicios públicos y que ofrece un contraste cada vez más extravagante con nuestra opulencia en bienes privados" (Galbraith, 1998:258). El crédito aparece como un elemento que surge a partir de un sector privado, pecuniario y de consumo ostensible, que promueve el desequilibrio social, al impulsar el carácter privado de la clase ociosa mediante estrategias financieras depredadoras. Esto se refiere a una visión del mundo financiero que surge desde lo social, es decir, a partir del dominio de una clase social sobre otro grupo de personas; pero a su vez, esta creación social domina a quienes la crearon. El gran auge de las finanzas y del capital especulativo, transformaron el crédito enfocado a la administración del riesgo y a la adopción de nuevas formas de financiamiento. El crédito privado creció por encima de la capacidad de crecimiento del crédito público, y el desequilibrio social, que nos relata Galbraith, surge como consecuencia del resultado de ese contexto social.

Bajo estas condiciones es necesario, desde esta concepción teórica, repensar la capacidad de las fuentes del dinero (crédito) con el objeto de que las instituciones que sostienen la opulencia pecuniaria del capital especulativo y el uso del crédito como un instrumento de creación del valor, proveniente del riesgo financiero, puedan darle al financiamiento un objetivo social: "Una sociedad opulenta que al mismo tiempo sea compasiva y lógica garantizará, sin duda, a todos aquellos que lo necesiten, los ingresos mínimos esenciales para el decoro y la comodidad" (Galbraith, 1998: 275).

Conclusiones

Puede concluirse que el dinero (crédito) es un subsistema transversal de todo el sistema económico y parte del centro del mismo como puede notarse en la figura 5. Esto también da cuenta de cómo el crédito atraviesa el resto de los subsistemas en un entorno financiero mundial compuesto por los inversionistas institucionales; entidades emisoras de activos; bolsas de valores; e intermediarios financieros. Las dos fuentes de dinero (crédito) se resumen en los otros subsistemas: el institucional y el de la producción. La primera conclusión es que independientemente de las fronteras políticas de los países, se han consolidado los nexos entre la totalidad de los circuitos crediticios y los distintos subsistemas de crédito.

Figura 5: El crédito desde una perspectiva sistémica



Las dos fuentes del dinero expuestas nos ayudan a entender las posibilidades crediticias para impulsar la economía de un país. Sin embargo, como se expondrá en los siguientes capítulos, las relaciones crediticias se desarrollaron en una constante evolución de las instituciones y marcaron la pauta de cambio y tendencias económicas, como en el caso que se estudia¹⁶. En

¹⁶ En el caso de España, existen otro tipo de entidades crediticias como son las cajas de ahorro (actualmente la mayoría han sido absorbidas o fusionadas por bancos comerciales). Tienen la característica de entidades de depósito, es decir no son bancos, y por tanto, no tienen la capacidad de crear dinero, porque los ahorros que son capaces de obtener, a partir de los depósitos, son los que se canalizan en forma de préstamos. Esto significa que

él, estas modificaciones están en relación al rompimiento de vínculos entre agentes de su sistema financiero lo que derivó en modificaciones de las relaciones de causalidad, estableciendo nuevas con el exterior, lo que alteró las etapas de estabilidad anteriores y en la nueva realidad no se han establecido otras que permitan retomarla, que es lo que explica la tendencia al crédito especulativo. De acuerdo con la teoría se puede afirmar que los cambios de cantidad incidieron en cambios de calidad. Se afirma lo anterior en relación a la disposición de créditos para familias y empresas que si bien, anteriormente, guardaban una relativa estabilidad con la regulación gubernamental, en la nueva realidad promovieron la existencia de mayores volúmenes de crédito. Cambios cuantitativos alteraron el orden o estabilidad desarrollando un fenómeno cualitativamente diferente al consolidar nuevos vínculos de los circuitos crediticios con su entorno financiero internacional.

la cantidad de ahorro que son capaces de absorber proviene de las dos fuentes anteriormente mencionadas: de la banca comercial y el déficit gubernamental. Esta última afirmación es más fácil de comprender mediante una visión sistémica de la teoría postkeynesiana del dinero, pues nos permite ver el funcionamiento del crédito desde una perspectiva holista.

Capítulo 2: Cambios en los circuitos crediticios en España hasta finales del siglo XX

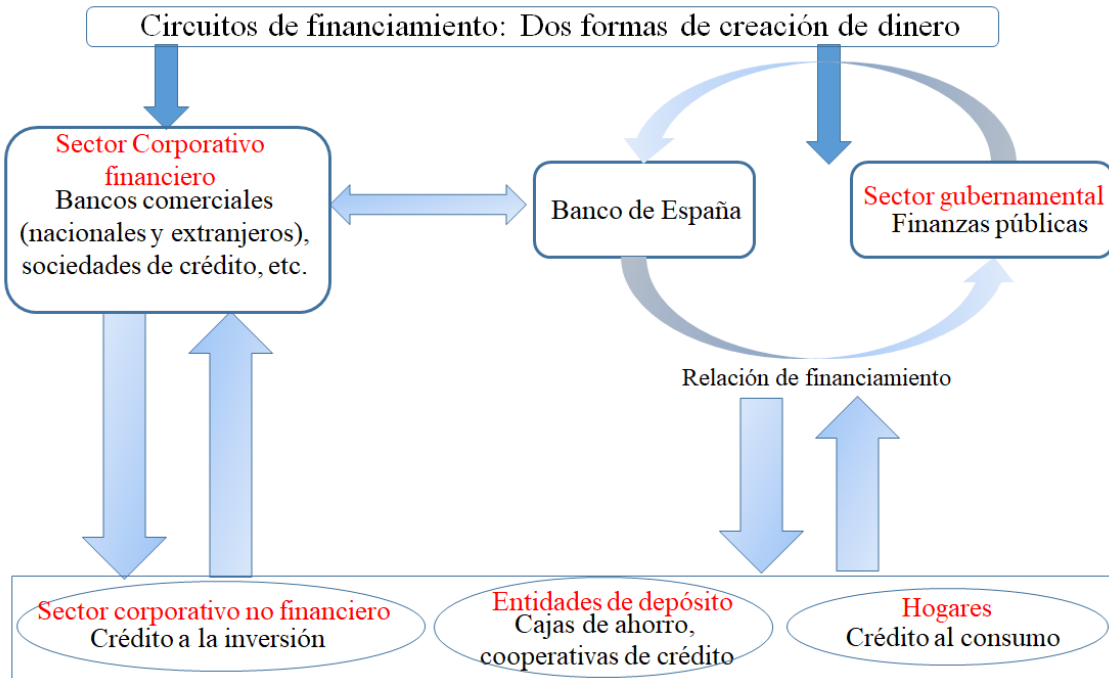
Introducción

En este capítulo se busca analizar los principales cambios estructurales de los circuitos crediticios españoles a partir de la conformación de los oligopolios bancarios. Se ubican los circuitos privilegiados de crédito como el resultado de una constante búsqueda por la consolidación de las élites nacionales en un marco de recurrentes crisis económicas desde 1866. Por ello se puede afirmar, que el sistema financiero español, previo a 1980, se caracterizó por ser, en gran parte, un oligopolio bancario que estaba asociado a una estrategia de rígida intervención por parte del gobierno español. En este sentido, a lo largo del tiempo, hubo tres actores que mantuvieron una estrecha relación entre sí en la conformación de las élites españolas: el sector público, las industrias y los bancos. En suma, los circuitos de financiamiento fueron un elemento clave de la reconfiguración de estos actores, desde la conformación de los oligopolios, hasta la etapa intervencionista del dictador Francisco Franco (1939-1975) y en la etapa de desregulación y liberalización financiera española.

A lo largo de este capítulo se analizará la vinculación entre las entidades crediticias, el banco central, las finanzas públicas y el resto de los sectores institucionales, a continuación se presenta un diagrama de flujo. Como se puede ver en la figura 6, hay una concatenación dinámica entre los sectores institucionales que se expresa a través de una relación de causa a efecto. Esto es así porque de acuerdo con el diagrama de flujo, existen dos formas de creación de dinero/crédito, una es a través del sistema bancario, en el que los oligopolios tienen un papel determinante en la conformación de los circuitos privilegiados de crédito. El otro, es mediante la expansión del gasto público, el cual es financiado por el Banco de España. A su vez, éste último mantiene una estrecha relación con el resto de los bancos privados. El flujo entre el sector financiero y el crédito a la inversión y al consumo está determinado por el financiamiento y la tasa de interés activa y pasiva. El circuito entre el Banco de España y los corporativos financieros es a través del mercado de bonos públicos. Entre las finanzas públicas y el banco central también existe una relación de financiamiento, ya que éste último otorga recursos de crédito al sector gubernamental, como se verá más adelante, hubo distintos métodos durante toda esta historia: la monetización directa, la pignoración automática, el coeficiente de fondos públicos, entre otras, que modificaron el desenvolvimiento del resto de los circuitos. Por último, el circuito del sector gubernamental está relacionado con el dinero que se crea a través del gasto y se traslada en forma de salarios para los hogares y la inversión.

Este flujo retorna en forma de impuestos. El resto del mundo está contemplado dentro del sector corporativo financiero, el no financiero y las finanzas públicas. Cabe recalcar que las dos fuentes de dinero dan recursos a los hogares y al sector no financiero para canalizarlos en formas de depósitos en las cajas de ahorro y cooperativas de crédito. Por ello, no se consideran a estas últimas fuentes de dinero.

Figura 6: circuitos de financiamiento en España



2.1 Circuitos privilegiados de crédito y finanzas públicas

Debe advertirse que la conexión entre el sector financiero y el no financiero se ha ido deteriorando con el paso del tiempo, lo que ha permitido que las formas de regulación por parte del gobierno sean eludidas y ha implicado el establecimiento de nuevas condiciones de crisis. A partir de ese punto, las nuevas regulaciones toman forma y ello reconfigura las nuevas estructuras y la relación entre las entidades del sistema financiero y las instituciones encargadas de regular el sistema.

Por ello, los cambios originados por el surgimiento de nuevos intermediarios financieros, así como de las innovaciones de ese sector, han modificado los circuitos crediticios y los han reorientado hacia posiciones estratégicas que les permiten sostener sus ganancias. Este proceso en diversas épocas ha sido afectado por las condiciones exógenas. Especialmente,

las confrontaciones bélicas en las que se vio envuelta España. Como la Guerra de Independencia de Cuba; la Guerra Civil; la Segunda Guerra Mundial; y las consecuencias de la postguerra. Además, por las crisis mundiales del capitalismo, como la gran depresión de 1929; el estancamiento con inflación en la década de 1970; y la crisis mundial iniciada en 2007 en EUA.

Históricamente, existió una vinculación entre los circuitos crediticios de la banca española y las finanzas públicas. El gobierno, para impulsar el desarrollo industrial, fortaleció sus lazos con las principales élites bancarias del momento y, a su vez, los bancos necesitaron concentrar y acumular capital extraído directamente del déficit público. La relación mutua, entre estos dos componentes, se enfocó a sostener la ganancia del capital bancario y a la búsqueda por impulsar la industrialización española, lo que explica la formación de grupos económicos poderosos como lo muestra el horizonte histórico.

2.1.1 Conformación de las élites financieras y las crisis

Durante el periodo del régimen político conocido como restauración borbónica (1874-1931) se privilegió a los sectores: industrial, agrícola y financiero, sobre todo, a través de políticas proteccionistas. Por otro lado, el monopolio de la emisión fue otorgada al Banco de España con el objeto de buscar financiar los déficit fiscales crónicos (Pérez, 1997: 46)¹⁷.

La relación entre las finanzas públicas y el sector bancario es importante para entender la estrategia de industrialización de España, pues marcó la pauta para la acumulación de activos por parte de la banca y ello contribuyó al desarrollo de algunos corporativos industriales. Gran parte de la relación entre los bancos y el sector público se dio a través de la monetización de la deuda pública. Es decir, que el soporte de las ganancias de los cárteles bancarios se dio a través del financiamiento, por parte de instituciones privadas al gobierno español.

De manera convencional, la banca central se toma como una institución que se encuentra fuera del espectro político. Sin embargo, es una estructura que es capaz de proveer recursos a los circuitos crediticios. En este sentido, la liquidez provista por un banquero central en los

¹⁷ “...la historia de las sociedades bancarias modernas en España comienza con el Banco Español de San Fernando, fundado en 1829, y concebido como un banco central de emisión con el objetivo básico de hacer llegar fondos al gobierno sobre todo tipo de colaterales y no infrecuentemente sin colateral. Era la única corporación bancaria en existencia hasta 1844; Su nombre fue cambiado a Banco de España en 1856” (Tortella, 1969: 165).

mercados monetarios determina la manera en la que operan el resto de las entidades de financiamiento, de tal forma que la política crediticia es un mecanismo de impulso de estrategias políticas, como puede ser el financiamiento a la inversión de algunos sectores de la economía. Una reforma del sistema financiero que le otorgue una mayor influencia al banco central sobre la política económica implica una limitante para el resto de sectores gubernamentales. En este sentido, las políticas implementadas se orientan a una protección de los mercados financieros y a la restricción monetaria. Es decir, que la autoridad monetaria busca eliminar a la competencia y centrarse en conservar los intereses oligopólicos de los bancos más grandes. En palabras de Pérez (1997: 42): “Un proceso de reforma [...] con una agenda para aumentar la influencia política del banco central tenderá por lo tanto a proteger al sector bancario a expensas de las empresas no financieras”. Lo anterior implica una relación entre el sector bancario con las finanzas públicas y la estrecha vinculación entre estos dos elementos determina a un tercero: la estrategia de desarrollo económico.

Los circuitos de financiamiento que coexisten dentro del sistema financiero implican la presencia de élites financieras y que esas mismas, a lo largo del tiempo, tienen influencia sobre el resto de sectores económicos. Por otro lado, la presencia del crédito en condiciones privilegiadas para algunos segmentos de los mercados implica, también, la presencia de oligopolios financieros que buscan mayores ganancias concentrando una mayor cantidad de activos. En este caso, me refiero a lo que se conoce como: los *circuitos privilegiados de financiamiento*¹⁸.

Lo anterior explica que la colocación de títulos de deuda pública en los mercados financieros tuvo como resultado que el gobierno español estuviera obligado a dar ciertos privilegios, con el fin de disminuir los costos de la deuda. Tal es el caso de prestamistas internacionales que se beneficiaron de las leyes de 1856 y 1868 sobre las inversiones de la banca extranjera en materia de ferrocarriles y de la minería (Comín, 1987: 96). Otro de los grandes beneficios a las élites, tanto nacionales como extranjeras, se realizaba sobre la exención del pago de

¹⁸ Poveda, (1980) se refiere a los circuitos privilegiados del sistema crediticio como un sistema en el que participaba tanto el banco central, como la banca, de tal forma que, algunos sectores económicos tenían acceso privilegiado a crédito barato, debido a la estrecha relación que mantenían con la entidades a las que les otorgaban esos recursos de financiamiento. El autor toma como punto de partida la Ley de Bases de 1962, sin embargo, en este trabajo se sostiene que estos circuitos ya existían desde la etapa de la restauración borbónica, y que, a su vez, están relacionados con la presencia de oligopolios bancarios desde esa etapa.

impuestos, es decir, que los portadores de títulos de deuda soberana tenían a su favor que las bajas tasas de interés que podían ofrecer al gobierno dependían de la desgravación en las inversiones que realizaban en ese país.

El sistema financiero de la época de la restauración se caracterizó, en gran parte, por la ausencia de esquemas de regulación y control de capitales. La Ley del 19 de octubre de 1869, otorgó libertades sobre la emisión de billetes a la banca. Como lo menciona Tortella y Garcia (2013: 70): “No se establecieron límites legales para la emisión de acciones, bonos o cualquier otro instrumento de crédito. Además, la ley declaró explícitamente que «las empresas establecidas después de la publicación de esta Ley no estarán sujetas a la inspección ni a la vigilancia del gobierno»...”. Dadas las características del sistema financiero español, entre 1850 y 1913, a diferencia de otros países que habían adoptado el patrón oro, en España se llevó a cabo una política cambiaria de régimen flotante. (Betrán, Martín-Aceña, y Pons, 2012: 7). Fue en 1883 cuando se declaró que la peseta no tendría convertibilidad en oro, por lo que la moneda pasó a ser de carácter fiduciario (Comín, 1987: 88).

El proceso de liberalización del sector financiero se dio, sobre todo, como resultado de la crisis que hubo en la banca y en la bolsa en 1866. Esta se originó a partir de una caída de los beneficios previsto en el sector de los ferrocarriles, donde se había creado un volumen considerable de crédito a la inversión en este sector: “El primer semestre de 1863 el tipo de interés medio había subido ya al 7,4 y en el segundo semestre llegó al 8,1 por ciento, un nivel que no se había alcanzado desde el fin de la guerra carlista, veinte años atrás.” (Sudrià, 2014: 479). Un incremento de los costos en la construcción de las líneas afectó la parte financiera de las compañías, además, sus acciones empezaron a cotizar a la baja. Las sociedades de crédito y los bancos de emisión tuvieron pérdidas por la suspensión de los pagos. Como menciona Tortella y Garcia (2013: 3): “...el número de bancos cayó a menos de 15 a principios de la década de 1870.” A partir de ello se implementaron una serie de reformas en el sistema financiero para liberalizar la banca. Posteriormente, el aumento de la deuda pública contribuyó a una nueva reforma: el monopolio de emisión de moneda. (Tortella, 1969:166)

La creación del monopolio de emisión fue una de las transformaciones más importantes tanto de los circuitos crediticios como de las finanzas públicas pues con la capacidad de emisión se le otorgó el poder, a un banco privado, para monetizar directamente la deuda pública

(Castañeda, 2001: 14). Esto supuso un límite para el resto de los bancos comerciales en su capacidad de emitir billetes, por lo que se les dio la opción de fusionarse con el Banco de España.

Al conceder el monopolio de emisión al Banco de España, se creó, en primer lugar, una red de sucursales a partir de un proceso de absorción de entidades bancarias. Segundo, se le otorgó un crédito urgente de 125 millones de pesetas a Hacienda; se puso a la circulación el “billete único”; finalmente, se creó un sistema de transferencias con el fin de eliminar el flujo de billetes entre las distintas provincias, en especial, Barcelona, Bilbao o Santander, plazas donde la banca local seguía siendo fuerte (Castañeda, 2001: 7-11). El sistema de monetización directa de la deuda a través de una sola entidad, en este caso el Banco de España, le dio soporte al presupuesto de Hacienda. Este apoyo sirvió para disminuir los costos de la deuda y, sobre todo, fue desde ese momento, único apoyo como menciona Comín (1987: 98) “...en las situaciones más angustiosas de la hacienda pública el Banco de España ha sido el principal, e incluso único, financiador del déficit.”. Esto implica que la función de prestamista de última instancia de las finanzas públicas se le asignó a un solo banco, de carácter privado y ello sirvió para dar soporte a la inversión pública en periodos donde se requerían políticas contracíclicas.

La contribución del presupuesto gubernamental al desarrollo económico es un tema discutido. Para Comín (1994: 305-306) parte del gasto público tuvo contribuciones al aumento de la productividad en sectores como la infraestructura, educación e investigación, gasto social, en salud, entre otras cosas. A pesar de las opiniones en contra de que un aumento de las inversiones públicas desencadena un proceso inflacionario y un efecto desplazamiento de la inversión privada. En este caso, el autor menciona que es innegable que haya ocurrido eso, pero las razones pueden deberse al aumento de la carga financiera por medio de mayores tasas de interés a partir de un aumento del déficit público.

Durante la época de restauración predominaron las élites aristócratas del sector financiero y agrícola, así como de la burguesía en ascenso cuyos integrantes eran descendientes de catalanes, vascos y madrileños. (Pérez, 1997: 46). El sector agrícola no tuvo un buen desempeño, esto provocó la debilidad del crecimiento industrial, dada la interrelación entre ambos sectores. Además de un mercado interno reducido, el desempeño de la demanda de

manufacturas fue débil (Prados de la Escosura, 1990: 14-15). Por el lado del sector público, el frágil desarrollo económico fue uno de los elementos que provocó que el gobierno español no pudiera ofrecer mayores servicios económicos y sociales. Sin embargo, el principal motivo, lo menciona Comín (1994: 303): “...la pobreza de la Hacienda es algo explicable por variables políticas e ideologías, pues los dirigentes del país optaron claramente por el conservadurismo fiscal y por la ineficacia política y administrativa”, por lo que el gasto estuvo sujeto por mucho tiempo a una restricción debido a que, para financiarlo, se requería ofrecer incentivos de acuerdo a los intereses económicos de las clases privilegiadas.

Por otro lado, las cajas de ahorro desde 1830 se dedicaron a financiar las casas de empeño como lo eran los montes de piedad. Desde entonces fueron reguladas por el gobierno. Se enfocaron, sobre todo, a canalizar los depósitos de la clase popular para otorgar financiamiento a nivel regional (Cuevas et. al., 2005: 8). Por esa razón, se les consideró entidades de depósito y quedaron unidas al circuito crediticio de las familias por su carácter social. Esto se refiere a que son entidades sin ánimo de lucro como lo menciona la siguiente definición:

Las cajas de ahorro han sido instituciones creadas para canalizar los fondos de ahorro, su participación histórica en los sistemas financieros nacionales se suscriben en tres objetivos integrales: primero, el desarrollo social a través de las cuentas de ahorro de los trabajadores, artesanos, profesionistas y empresarios medios y pequeños; segundo, la perspectiva económica, que es la capacidad de ofrecer pequeños capitales a sus clientes sin importar la clase social a la que pertenecen y; tercero, políticamente las cajas de ahorro favorecían la estabilidad y el orden social lográndolo a través de poner a disposición de las clases trabajadoras herramientas de ahorro y crédito para conseguir una mejora social. (Cadena, 2016: 38)

A pesar de la regulación por parte del sector público, como son los gobiernos de las comunidades autónomas, no se les dio la categoría de entidades públicas. Se les consideró como fundaciones de naturaleza privada y con fines sociales (González, et. al., 2011: 14). Para su funcionamiento como entidades de depósito no tuvieron dependencia de los recursos públicos.

Así también, las cooperativas de crédito surgieron de un interés colectivo. En España fueron sectores vinculados a la iglesia, como lo fueron las pequeñas cajas cooperativas agrícolas, que se mantuvieron marginadas del resto de las entidades crediticias (Chaves & Soler, 2004: 53). Al igual que las cajas de ahorro mantenían una relación estrecha en el ámbito social de una pequeña región. Con el paso del tiempo fueron ganando cuota de mercado aunque se mantuvieron detrás de la banca comercial y de las cajas de ahorro.

2.1.2 Concentración del capital bancario e industrialización en el periodo entre guerras

Posteriormente a la centralización del sistema financiero español, desde la creación del monopolio de emisión, los conflictos bélicos con Cuba en 1898, el gobierno buscó financiar su déficit por medio del Banco de España, esto a su vez frenó la expansión de la banca. Pero no fue sino hasta los inicios del siglo XX en que hubo una transformación de todo el sistema. En primer lugar, España durante la Primera Guerra Mundial (1914-1918) se mantuvo al margen del conflicto y al sector de las exportaciones se le impulsó significativamente. El otro aspecto, fue que al final de la Guerra hispano estadounidense hubo una reactivación de la actividad bancaria debido a la entrada de flujos de capital. La consecuencia fue el surgimiento de nuevas entidades crediticias como el Banco Hispano Americano (1901), el Banco Español de Crédito (1902). El estallido de la Primera Guerra Mundial fortaleció esta tendencia hacia la expansión de la banca española (Wright, 1977: 102). Sin embargo, no fue una expansión exenta de riesgos, pues "...de los 50 bancos creados, 13 se liquidaron dentro del período, mientras que la relación *Activos Financieros/PIB* cayó del 37-9% al 32-5%" (Tortella y García Ruiz, 2013: 95). De acuerdo con los autores, entre 1915 y 1920 el número de bancos pasó de 51 a 91. Los bancos extranjeros, entre 1916 y 1920, aumentaron de 20 a 43. Sin embargo, la época de bonanza de la postguerra culminó, pues tuvo como resultado una crisis bancaria en 1920, en la que el Banco de España, por primera vez, ejerció su papel de prestamista de última instancia de los bancos (Sudrià, 2014: 486). Esto modificó la estrecha relación entre los bancos comerciales y el Banco de España y, sobre todo, las posteriores reformas que se establecieron en el sistema financiero.

La expansión de la banca permitió que el gobierno pudiera colocar deuda soberana en la cartera de las entidades crediticias, mediante el método de monetización directa, como se mencionó anteriormente. Sin embargo, los conflictos militares del protectorado español de

Marruecos desde 1909, y el aumento de los déficits públicos, transformó la relación entre el sector gubernamental, el Banco de España y los bancos comerciales. En 1917 se implantó el sistema de monetización indirecta de la deuda pública, esto fue, la *pignoración automática* (Comín, 1987: 88-89). La gran capacidad de los bancos comerciales para adquirir bonos de deuda pública hizo que el gobierno buscara modificar su forma de financiamiento, y eso fue posible cuando el Banco de España accedió a comprar, en calidad de colateral, estos bonos a bajas tasa de interés y con facilidades fiscales. De tal forma que los bancos que tenían en su poder bonos de deuda soberana, podían acceder fácilmente a un crédito del Banco de España mediante la pignoración de ese título. Las tasas de interés al estar por debajo del rendimiento de los bonos, permitieron a los bancos comerciales acceder a un enorme volumen de liquidez a través de la obtención de bonos de deuda en sus portafolios (Pérez, 1997: 48; Tortella y Garcia Ruiz, 2013: 97).

Lo anterior permitió que la monetización de la deuda pública no tuviera efectos inflacionarios, además, cuando los bancos enfrentaran problemas de liquidez, pudieran tener fácil acceso a estos recursos. Con esto se buscó romper el vínculo existente entre el déficit presupuestal y la oferta monetaria, debido a que esta última no dependía de la cantidad de bonos emitidos. Estos cambios tenían en cuenta un objetivo más amplio: la estrategia era fortalecer a las entidades bancarias nacionales, es decir, se creó una relación más estrecha entre los bancos de origen español y las finanzas públicas. De tal forma que en 1918 el Comité Central de la Banca Española, firmó un acuerdo con el Banco de España en el que se le otorgaba a los bancos nacionales una bonificación del 1 por ciento por el redescuento de letras de cambio, es decir, que fue menor a la tasa oficial. Así, se le dio impulso a la banca mixta en torno a seis bancos: Banco Urquijo, Banco Central, Banco Español de Crédito (Banesto), Banco Hispano, Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya. (Tortella & Palafox, 1984: 88).

Este conjunto de seis bancos fue el que le dio soporte a la política de industrialización española, la relación entre el Estado, el Banco de España y los oligopolios bancarios se fortaleció a partir de entonces. Los bancos se dedicaron, no sólo a financiar la inversión en la industria, sino que adquirieron capital accionario de ese sector y reorientaron los circuitos crediticios de acuerdo a sus intereses. Con el apoyo del gobierno, impulsaron su estrategia para asegurar la supervivencia de los oligopolios bancarios mediante la *Ley de Ordenación*

Bancaria de 1921, la cual estableció el Consejo Superior Bancario conformado por los seis grandes bancos. Esto les otorgó la capacidad de establecer las reglas de operación por parte de las entidades crediticias y la forma en la que se iba a realizar la contabilidad de sus operaciones. Los bancos fueron inscritos en un sistema en el que la banca extranjera estuvo al margen: "...los bancos registrados gozarían de bonificaciones en sus operaciones con el Banco de España y en el pago de impuestos, y podrían integrarse en las cámaras de compensación que iban a crearse. Los bancos extranjeros fueron excluidos de estas prestaciones porque no podían registrarse."(Tortella y Garcia Ruiz, 2013: 102). Además, esta nueva ley le otorgó al Banco de España la posibilidad de tener mayores funciones de banca central al ser el banco de bancos, tomando en cuenta que el mismo sistema de pignoración automática iba en este mismo sentido.

Los bancos a partir de entonces comenzaron a concentrar una cantidad de activos cada vez mayor, como lo menciona Pérez (1997: 50): "...de 1922 a 1934, la proporción de activos industriales de los siete mayores bancos aumentó de 53,7 por ciento a 64,4 por ciento del total de carteras industriales de los más de noventa bancos registrados en España". Como lo menciona la autora, los balances del sector bancario estaban representados en su mayoría por activos industriales. Los seis bancos más grandes tuvieron una estrecha relación con la gran industria. De tal forma que el sistema de pignoración derivó en un proceso inflacionario que aprovecharía el sector bancario para expandir sus beneficios:

...un puñado de bancos fomentó la industria y poseía grandes cantidades de acciones, especialmente en industrias pesadas. En 1921, los directores de los siete bancos más grandes se encontraban en los tableros de 274 corporaciones cuyo capital combinado ascendía a la mitad del capital desembolsado de todas las empresas españolas. Los efectos negativos de esta concentración se agravaron por el hecho de que España en vísperas de la guerra civil tenía el nivel de intermediación financiera más bajo y el sistema financiero más subdesarrollado de Europa occidental.
(Simpson, 1997: 356)

La expansión de la banca continuó, hasta 1922, el número ascendió a 93 entidades, mientras que a inicios del siglo XX eran sólo 32. Los circuitos crediticios españoles no tuvieron una importante expansión en la bolsa de valores, pues la mayoría de los ahorros se concentraron

en las cuentas bancarias. Gran parte de la industria dependía del capital bancario. Wright (1977: 102) afirma que: "...los vínculos se consolidaron no sólo por obligaciones financieras y la tenencia de acciones, sino también por los directores de los bancos que tienen asientos en muchas de las juntas de sus empresas". El mismo autor afirma que el financiamiento de los bancos al sector privado estuvo en torno al treinta por ciento entre 1920 y 1935.

El capital privado se utilizó para crear nuevas instituciones de crédito bajo la supervisión del gobierno. En 1920 se fundó el Banco de Crédito Industrial, el cual se centró en el financiamiento de éste sector. Por otro lado, el Banco de Crédito Local, creado en 1925, tenía el objetivo de otorgar crédito a los gobiernos municipales y locales. Mientras que el Servicio Nacional de Crédito Agrícola, fundado en ese mismo año, con escasos recursos públicos, pudo crear un financiamiento al sector respectivo. Al año siguiente, pasó a ser el Banco de Crédito Agrícola. En 1929, finalmente, se creó el Banco Exterior de España, el cual facilitó recursos para las importaciones y las exportaciones (Martín-Aceña, 2012: 114).

Esta etapa fue muy importante para el desarrollo del crédito y el estrecho vínculo del Banco de España con los bancos comerciales, lo que marcó la pauta del desarrollo industrial español. Sin embargo, a partir de 1936, se desencadenó otro proceso de transformación de la banca con el estallido de la Guerra Civil.

2.2 Autarquía económica, élites financieras y desarrollo crediticio

La Guerra Civil (1936-1939) fue un proceso que transformó profundamente la economía española, posterior a esa etapa, el gobierno buscó impulsar una estrategia de industrialización. Para lograrlo, necesitó apoyarse en las élites bancarias nacionales, de tal manera que se buscó impulsar el crecimiento hacia dentro y el desarrollo del mercado interno mediante la expansión crediticia, aprovechando los circuitos de financiamiento privilegiado, creados desde las décadas pasadas. Esto fue un paso más hacia la consolidación de las élites financieras nacionales y una estrategia de industrialización basada en un modelo proteccionista.

La política crediticia tuvo un papel importante en la reconstrucción del capital perdido durante los años de guerra. En el caso del sector agrícola tuvo pérdidas valoradas en 1,350

millones de pesetas, aunque se consideraban que pertenecían a cultivos fácilmente recuperables. En esta línea, se creó un banco público: el Instituto de Crédito para la Reconstrucción Nacional, “...otorgó 35 millones de pesetas en préstamos a 20 años y el 3 por ciento de interés para resolver este problema” (Tortella y Garcia Ruiz, 2013: 116-117). Los autores mencionan que por el lado industrial, las pérdidas no fueron significativas. A partir de la Ley del 27 de agosto de 1938 la política crediticia estuvo en manos del Ministerio de Hacienda: “...dictándose el 25 de noviembre unos tipos de interés máximos para las operaciones pasivas de bancos y cajas de ahorros, que se completaban con las tarifas de comisiones aprobadas el 15 de enero de 1936.” (Ruiz, 2002: 362)

El proceso de industrialización española se impulsó a través de la creación del Instituto Nacional de Industria (INI) en 1941¹⁹ que tenía las funciones de: financiamiento, supervisión y el monitoreo. Sin embargo, esta institución no pudo sustituir el papel de las élites financieras en el impulso al desarrollo industrial.

2.2.1 Cambios de las elites financieras durante el siglo XX

Tras el fin a de la Guerra Civil, el gobierno español se enfocó en cinco instrumentos de intervención en la economía según Tayfur (1997: 195): el sistema de organización sindical; la concesión de licencias para la inversión industrial; la creación del INI; los controles de cambio; y la supervisión de las transacciones con el exterior para el establecimiento de límites a la inversión extranjera.

Desde la década de 1930, los países reconstruyeron los mecanismos de cooperación en los que España no estuvo incluida por razones políticas. Por ello, la autarquía parecía más una opción pragmática, dado el contexto internacional (Sanz, 2000a: 108-109). A partir de 1945 se mantuvo un tipo de cambio fijo, con un sistema financiero estrictamente regulado y con controles de capital (Betrán, Martín-Aceña y Pons, 2012: 7). España se mantuvo como un país aislado con el estallido de la Segunda Guerra Mundial (1939-1945), su relación con el exterior fue de tipo proteccionista. Se mantuvo una estrecha relación en forma de corporativismo, entre el gobierno, la Iglesia Católica, las empresas y los trabajadores (Felipe,

¹⁹ El modelo sobre el que se construyó el INI fue inspirado por el Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI) un holding del Estado italiano que tuvo un gran auge desde su creación como fondo de rescate reestructuración y financiamiento de bancos y compañías de carácter privado a partir de la crisis de 1929

2002: 218). En esos años, hubo dos fuerzas políticas muy activas: los sindicalistas nacionales, representados, en gran parte, por grupos falangistas; y las élites nacionales, quienes estaban conformados por la oligarquía, los banqueros y los industriales. Gran parte del discurso de ambos tenía un punto de coincidencia: el nacionalismo. Esto sirvió para sentar las bases de un gobierno proteccionista e intervencionista (Perez, 1997: 57-58). De esta forma, los sindicatos estaban integrados verticalmente: trabajadores y empleadores mantenían un acuerdo en torno a la disciplina laboral, para mantener su lealtad y evitar acciones en contra de la rentabilidad; mientras que las empresas se comprometieron en sostener el nivel de producción y dar seguridad al empleo. Además, como argumenta Tayfur (1997: 195), la integración vertical del sindicato obligaba tanto a los trabajadores como a los empleadores a cooperar para favorecer los salarios. Este sistema según Felipe (2002: 218): "...fue un instrumento de creación de riqueza, cohesión social y, [...] una solución al problema del desempleo del capitalismo [...] los trabajadores tendrían empleos, pero nunca se les permitiría ejercer el poder político y económico".

Esto último da cuenta de que las políticas implementadas tuvieron el respaldo de las élites financieras, es decir, los bancos. La política crediticia, como ya se mencionó, estuvo a cargo del Ministerio de Hacienda, y a su vez estaba supervisada por los bancos comerciales y el Banco de España. Las acciones de éste último estaban en manos de banqueros, inversionistas y gobierno (Tayfur, 1997: 196).

En la Orden Ministerial del 19 de octubre de 1939 se prohibió la apertura de nuevos bancos y cajas de ahorros sin el permiso correspondiente por parte del gobierno. Posteriormente, el Decreto del 17 de mayo de 1940 prohibió, totalmente, la creación de bancos, considerando, asimismo, la apertura de nuevas agencias y sucursales. Como lo afirma Martín-Aceña (2012: 120-121), se prohibieron las siguientes actividades: "...la creación de nuevas agencias y sucursales; el cambio de locales de las sucursales existentes, cualquier modificación de la naturaleza y del estatuto jurídico de los bancos y banqueros; acuerdos de transferencia y fusión; la compra de acciones en otros negocios bancarios y aumentos de capital o la circulación de instituciones bancarias a lo largo de 1940.". Esto se dio, sobre todo, para evitar el surgimiento de nuevas crisis, así como restringir la capacidad de realizar fusiones y

adquisiciones de manera descontrolada, también, se buscó proteger al mercado, estableciendo barreras a la entrada de nuevos competidores.

Durante el periodo del franquismo, las cajas de ahorro perdieron su orientación social y se les obligó a participar en el financiamiento de actividades como la agricultura, el sector hipotecario y los corporativos. Además, se le retiraron privilegios en el pago de impuestos. Durante ese periodo, se buscó que las cajas dependieran del Ministerio de Hacienda a través de la Ley de 6 de febrero de 1943. Durante la gestación de dicha ley, la Confederación Española de Cajas de Ahorros Benéficas (CECAB) entró en una disputa por evitar esta situación, debido a que perderían su carácter benéfico y social. Por lo tanto, se buscó evitar que se convirtieran en un instrumento al servicio de la dictadura. Posteriormente, adoptaron también, la función de ser entidades que dotaban de recursos financieros al Estado con el Decreto de inversión en fondos públicos de 1951 (Torres, 2005: 17-27). Con estos cambios hubo una enorme expansión territorial de las cajas; fusiones y adquisiciones entre ellas. Esto derivó en una serie de conflictos y las entidades de depósito pasaron a ser un fuerte competidor de los bancos comerciales. De acuerdo con los datos de Martín-Aceña y Pons (2005: 692), las cajas de ahorro y otras entidades no bancarias, entre 1943 y 1951, pasaron de 4 millones 130 mil pesetas a 16 millones 923 mil en depósitos.

El establecimiento del INI en 1941 representó una estrategia de desarrollo industrial basada en un modelo similar al holding estatal italiano, el *Istituto per la Ricostruzione Industriale* (IRI). La creación del INI buscó aumentar la participación del Estado en el sector financiero. Sin embargo, sus actividades se restringieron al financiamiento de la industria del carbón, acero y energía (Pérez, 1997: 59). Desde el inicio, el INI obtuvo recursos directamente del presupuesto público, mientras que el Banco de España le concedió crédito. Esto fomentó la conformación de circuitos de financiamiento con privilegios, como licencias y permisos. También permitió a empresas, con una reputación de eficiencia, beneficiarse de los servicios públicos (Wright, 1977: 43).

Durante esa época, hubo una relación más estrecha entre las élites financieras y el sector industrial. El poder de las mismas se concentró en cinco bancos que para 1957 tuvieron el 64 por ciento de los depósitos privados y el 49 por ciento de los depósitos totales (Tayfur, 1997: 196). Esto provocó que el desarrollo del mercado de capitales estuviera limitado por la

concentración de activos de los bancos comerciales más grandes. Además, de éstos dependían las principales fuentes de financiamiento del resto de la economía. Como menciona el autor,

...los propios bancos invirtieron fuertemente en la industria, ya sea mediante la adquisición de participaciones en empresas o mediante operaciones de préstamo. De esta manera, los siete mayores bancos españoles controlaban casi 600 de las grandes firmas y aumentaban enormemente sus reservas y beneficios a lo largo de los años cincuenta. La dependencia de las grandes empresas privadas en los bancos se consolidó aún más a través de la membresía de los funcionarios bancarios en los consejos de administración de las empresas más grandes (Tayfur, 1997: 196)

Esto último no hubiera sido posible sin la Ley de Ordenación Bancaria del 31 de diciembre de 1946²⁰. En primer lugar, se reestableció el Consejo Superior Bancario que durante la guerra civil había dejado de funcionar; sin embargo, se permitió la inscripción al mismo de cualquier entidad bancaria. De tal forma que el grupo de los siete bancos más grandes en ese momento (Banesto, Central, Hispano Americano, Bilbao, Vizcaya, Santander y Popular) dejaron de centralizar la mayor parte de las decisiones, porque tenían que ser aprobadas por el Estado (Sánchez, 2006: 28; Pérez, 1997: 59-60). Esa ley también agrupó el sistema financiero en tres categorías: bancos privados (nacionales, regionales, locales y extranjeros), cajas de ahorros y bancos oficiales (Martín-Aceña, 2012: 121). Además, se regularon las tasas de interés se estableció un máximo para las tasas de depósito (tasa pasiva) y un mínimo para la tasa crediticia (tasa activa), con el fin de mantener elevados márgenes de interés para los cárteles bancarios (Pérez, 1997: 59-60).

El sistema de *pignoración automática* no funcionó durante la Guerra Civil. Durante la autarquía, las autoridades reestablecieron este sistema con el fin de proveer liquidez al sistema bancario. Sin embargo, como se explicó anteriormente, el sistema creó condiciones de liquidez en favor de los ingresos del sector bancario, lo que llevó a un proceso inflacionario. Además, se dio un acuerdo entre bancos para evitar la competencia entre ellos. La vuelta del sistema de deuda pública pignorable no permitió la modernización del sistema de financiamiento gubernamental (Comín, 1994: 298-299). Como lo menciona Pérez (1997:

²⁰ Consultado en: <https://www.boe.es/buscar/pdf/1947/BOE-A-1947-4-consolidado.pdf>

60): “...el margen de maniobra para este proceso de monetización indirecta fue ampliado por la decisión del régimen de abandonar el estándar metálico previo a la guerra en favor de un estándar fiduciario sin respaldo para la peseta y abolir todos los límites legales al Banco de España”. Como ya se había mencionado, incluso desde antes de la Guerra Civil, el sistema de la peseta era un esquema fiduciario debido a que la moneda no tenía convertibilidad con el oro. Sin embargo, se buscó estabilizar su valor.

El sector público destinó recursos para distintas entidades de crédito oficial. Por un lado, estaban las que recibieron fondos a partir de la emisión de valores de renta fija: el Banco Hipotecario de España, el Banco de Crédito Local y el Banco de Crédito a la Construcción. Mientras que el Banco de España garantizó los préstamos provenientes de bancos comerciales y cajas de ahorro, dichos recursos fueron para el Banco de Crédito Agrícola y Crédito Social Pesquero. Por otro lado, se otorgaron recursos directamente del Ministerio de Hacienda para el Banco de Crédito Industrial (Martín-Aceña, 2012: 128).

2.2.2 Plan de Estabilización y consolidación de los circuitos privilegiados

La economía española, a mediados de la década de los cincuenta, se encontraba en un entorno de elevada inflación y un déficit exterior en aumento. En el contexto internacional también se estaban dando diversos cambios a partir de la Guerra Fría y la Guerra de Corea (1950-1953; Sanz, 2000a: 122). La crisis entre 1957 y 1959, como resultado del entorno internacional, reorientó al sistema político a crear profundos cambios con el fin de estabilizar la economía. Tomando en cuenta eso, el gobierno se encaminó en la conformación de un nuevo gabinete integrado por tecnócratas que responderían para enfrentar estas nuevas adversidades (Pérez, 1997: 63).

Los tecnócratas contratados provenían de una nueva élite, específicamente, del Opus Dei. Este nuevo grupo de asesores, a partir de su pensamiento católico y su concepción de libertad, introdujeron ideas en torno a la política económica franquista (Casanova, 1983: 29). Este cambio, creó una confrontación entre grupos falangistas y miembros del Opus Dei. Estos últimos, manifestaron abiertamente su compromiso con la economía de mercado y una visión europeísta. La presión que ejercieron estos grupos, impulsó a España a unirse al Banco Mundial (BM) y al Fondo Monetario Internacional (FMI) en 1958. Para el año siguiente, se incorporó a la Organización Europea para la Cooperación Económica (OECE), hoy en día

conocida como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (Baklanoff, 1996: 107). La idea de modificar la estrategia económica es que, bajo el apoyo de las élites tradicionales, ya no se podía lograr un impulso al sector industrial. Esto planteó la necesidad de incorporar nuevos intereses empresariales, como, por ejemplo, los del sector exportador. (Lukauskas, 1994: 74)

La visión liberal de los tecnócratas se introdujo en el *Plan de Estabilización de 1959*. Esto significó el cambio de rumbo de la política económica. En primer lugar, el abandono de la estrategia de industrialización de la etapa de autarquía. Además, el abandono de las políticas proteccionistas e intervencionistas que, de acuerdo con esa ideología, aumentaron el costo de vida. Con ello, se introdujo un límite al crédito bancario y se implantó la estrategia del FMI para privilegiar préstamos extranjeros. Como menciona Pérez (1997: 64), la estrategia ideada por los tecnócratas se concentró en “...la desregulación de los precios internos, la fuerte reducción de los aranceles, la adopción de un tipo de cambio único y convertible y la liberalización de la inversión extranjera”.

Las condiciones económicas a partir 1959 eran de un escenario adverso para la economía española, esto les permitió tanto a la OECE como al FMI implantar condiciones para la elaboración de un programa de estabilización con el fin de equilibrar las transacciones con el exterior. Este plan se encaminó en buscar la devaluación de la peseta, la unificación del tipo de cambio y el control de la inflación. El grupo de los tecnócratas se encargó de la liberalización del sector comercial y el turismo, así como establecer facilidades para la inversión extranjera directa (Baklanoff, 1996: 108).

Con el Plan de Estabilización, España impulsó el sector de bienes de consumo duraderos (automóviles y electrodomésticos). La fabricación en masa de estos bienes y la presión de la demanda sobre ellos, condujo a la transformación de la estructura productiva, introduciendo tecnología avanzada y estimulando a la industria auxiliar de grandes fábricas. Otro de los sectores en desarrollo fue el químico: petróleo, fibras sintéticas, detergentes, que en parte respondía a la demanda de bienes duraderos de las familias con una mayor capacidad de consumo (Calvo, et al. 2005: 31-32).

Los sectores de la vivienda, construcción y turismo dinamizaron la economía y crearon miles de puestos de trabajo elevando el número de divisas y llevándolas a zonas geográficas

deprimidas. Todo lo anterior fue sostenido con el gasto público de la administración franquista. Así, los costos laborales bajos, la elevada tasa de inversión y la exportación, promovieron la expansión económica de España entre 1959 y 1972, convirtiéndose en esos años en una potencia industrial (Tusell, 2007: 189-197).

La idea de continuar con este proceso de expansión económica, llevó a las autoridades españolas a la puesta en práctica del *Plan General de Desarrollo de la Economía*. Para alcanzar dicho objetivo, se estableció la *Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca del 14 de abril de 1962*. Para Altuzarra et al. (2013: 15-16), su objetivo fue dar cabida al sistema financiero dentro de esa estrategia de crecimiento económico, asegurando la asignación de recursos en las actividades de producción identificadas por el gobierno. En esa Ley, se creó un nuevo tipo de entidades: los bancos industriales. Dicha estrategia buscó sentar las bases para una especialización bancaria. Se planteó que la banca comercial se dedicara al mantenimiento del sistema de pagos y del crédito comercial a corto plazo, y que la banca de inversión buscara proporcionar financiamiento a mediano y largo plazo. Sin embargo, dicha estrategia de dividir las actividades bancarias no obtuvo el resultado esperado. El sector bancario operaba, principalmente, mediante los bancos comerciales. Los bancos de inversión eran reducidos en número y la mayoría eran filiales de la banca comercial, además, no fueron utilizados comúnmente como los otros. Lo anterior, promovió la expansión del mercado en el que operaban los bancos comerciales (Cals y Garrido, 1995: 379). En el caso de las cooperativas de crédito la misma ley de 1962 le asignó al Ministerio de Hacienda la inspección y el control de las cajas rurales.

A pesar de la idea liberalizadora por parte de los tecnócratas, la economía de la autarquía no fue transformada totalmente. Más bien, se concentró en una fuerte intervención del gobierno y sus autoridades reguladoras. Esto implicaba que ningún cambio iba a afectar a la rentabilidad de las élites financieras, al contrario, buscó proteger sus intereses. La Ley de Bases de 1962 liberalizó la creación de nuevas entidades, pero no autorizó gran parte de los nuevos proyectos. Esto provocó que los grupos de inversionistas se enfocaran en la adquisición de los bancos en existencia. De acuerdo con Cals y Garrido:

...esto llevó a pagar la “ficha bancaria” un precio, en general mucho mayor que el real de entidad adquirida, y orientó la gestión de las nuevas entidades hacia

actividades de alta rentabilidad y por tanto, con mayor riesgo, como fórmula para recuperar la elevada inversión de recursos comprometidos en la compra. Se explica así que muchas de las entidades que cambiaron de propietarios durante la década de 1960 se vieran afectadas por la crisis bancaria. (Cals y Garrido, 1995: 379)

De acuerdo con los autores, esto creó un “cuasi monopolio de oferta”, ya que los usuarios de estos servicios financieros tenían que aceptar forzosamente las condiciones impuestas por esas instituciones. Estas últimas adoptaron un comportamiento monopólico que se pudo notar en la relación entre la tasa de interés activa y la pasiva, la cual siempre fue positiva. Por tanto, las elevadas ganancias del sector bancario fueron aseguradas mediante la implementación de ese esquema. A partir de 1969 se inicia la liberalización de las tasas de interés con las operaciones activas a más de tres años y las pasivas de la banca industrial en un periodo mayor a dos años (Cals y Garrido, 1995: 382).

Un primer cambio a partir de la Ley de Bases fue la nacionalización del Banco de España y las entidades de crédito oficial. Estas últimas fueron puestas bajo el control de la Dirección General del Patrimonio del Estado (DGPE) y el Instituto de Crédito Oficial (ICO), una de las instituciones, de este tipo, especializadas en la industria fue el Instituto de Crédito Oficial (ICO) (Altuzarra et al, 2013: 17). En segundo lugar, las instituciones encargadas de regular al sistema financiero eran: el Banco de España; el Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorros; y el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo. Ésta última fue creada con esa misma ley y se enfocó en la supervisión de las entidades crediticias nacionalizadas y también de los créditos a mediano y largo plazo de los bancos privados. Otro punto importante, fue que se eliminó el sistema de pignoración automática. Como ya se mencionó, se buscó regular las actividades de la banca comercial y se separaron de la banca industrial. Sin embargo, a pesar de que a ésta última se le restringió la capacidad de crear crédito, y de que estaban controladas por el Ministerio de Hacienda, se les otorgó a los bancos comerciales la capacidad de controlar a la banca industrial. Los tecnócratas del Opus Dei permitieron que nueve de los quince bancos industriales entre 1965 y 1972 fueran controlados por los bancos comerciales previamente existentes (Pérez, 1997: 66-76). Además de eso, la ley permitió que la banca extranjera pudiera entrar a competir. Pero, como ya se vio, la protección por parte del gobierno provocó que las élites mantuvieran su posición competitiva, asegurando sus

ganancias por el sector industrial. Por último, la ley sentó las bases para establecer políticas crediticias selectivas.

Esto último, fue de gran importancia, pues la regulación del crédito permitió establecer la colocación de recursos financieros en los circuitos de financiamiento de manera selectiva. Entre los principales instrumentos que se utilizaron fue la tasa de interés para la colocación del crédito en condiciones favorables a algunos circuitos privilegiados de financiamiento. En este sentido, fueron los bancos quienes negociaron la jurisdicción para la asignación del crédito (Poveda, 1980: 115). Éste fue siempre la principal herramienta con la que el gobierno intervino para impulsar políticas crediticias que favorecieran a sus élites financieras y, de esta manera, poner en práctica estrategias de desarrollo industrial otorgando privilegios a algunos circuitos de financiamiento. Lo cual estaba plenamente controlado por la administración gubernamental. Los *coeficientes de inversión obligatoria*²¹ aseguraban que los canales de crédito fueran hacia los sectores estratégicos ideados por las autoridades, principalmente los exportadores: agrícola, industrial, vivienda y sector público (Cals y Garrido, 1995: 379).

Otra parte importante, que ya se mencionó, fue el abandono del sistema de pignoración automática. En esta época se comenzó a utilizar el *coeficiente de fondos públicos*. Desde 1957 ya se comenzaba a manejar este instrumento en el que los bancos estaban obligados a la compra de deuda pública en el mercado, esto es que a los bancos se les exigía adquirir *certificados de inversión* a las tasas más bajas del mercado de deuda pública. Además, se les ofrecía como compensación *líneas de descuento especiales*, esto se refiere a que los bancos podían descontar créditos concedidos por el Banco de España, con el objeto de inyectar liquidez en el sistema financiero. Se les otorgaban altas comisiones cuando ellos colocaban deuda en el mercado y se les garantizaba que la deuda pública no iba a competir con los

²¹ Los coeficientes de inversión obligatoria, al estar controlados por las autoridades, aseguraban que los recursos financieros fueran dirigidos a ciertos sectores económicos para su desarrollo. La canalización de flujos de liquidez se realizaba mediante tasas de interés bajas. En este sentido, actuaban como una especie de subvención. Además de lo anterior, estos coeficientes se utilizaban para financiar el déficit público. Las entidades crediticias como los bancos y cajas de ahorros estaban obligados a la adquisición de las emisiones de deuda pública por parte de los bancos comerciales y las cajas de ahorro. Sin embargo, estas decisiones estaban sujetas sistemáticamente a la apelación del Banco de España.

depósitos (Comín, 1987: 97). Esto buscaba, por un lado, liberar la carga de la deuda existente y, por otro, favorecer a los banqueros.

Al inicio de la década de 1970-1980, se buscó modernizar los instrumentos de la política monetaria con la introducción de los coeficientes de caja. Se establecieron para los bancos industriales en el año de 1969, para la banca comercial en 1970 y al año siguiente, para las cajas de ahorro. La introducción de estos instrumentos requería de la incorporación de mecanismos de cómputo que monitorearan diariamente las magnitudes de los bancos. Las líneas de redescuento especial que el banco central otorgaba mediante préstamos al sistema bancario se fueron eliminando, y con ello se perdió la capacidad de expandir la liquidez endógenamente mediante esos factores autónomos. El Banco de España buscó disminuir la emisión de dinero. El banco central continuó financiando el gasto público, pero esta vez, lo hacía mediante la colocación de cédulas de inversión excedentarias y bonos del tesoro. (Martínez, 2008: 354). Al ICO se le dio la función de coordinar a los bancos públicos con la Ley 13/1971, de 19 de junio, sobre Organización y Régimen del Crédito Oficial²².

En 1974 se liberalizó la creación de sucursales bancarias. De esta forma, los bancos comerciales pudieron gozar de la expansión geográfica, mientras las cajas de ahorro quedaron restringidas al área en la que operaban. (Cals y Garrido, 1995: 382)

Los efectos de la crisis del petróleo comenzaron a repercutir en España a partir de 1975, siendo el sector industrial el más afectado. En febrero de 1976, se decidió devaluar la peseta. En marzo, del mismo año, se anunció un Proyecto de Ley de Actuación Económica para contener la inflación, mediante el apoyo a la inversión con incentivos fiscales, entre otras cosas. Para 1977, la tasa de crecimiento española se desaceleró, aumentó el desempleo y el nivel de inflación subió. En ese mismo año, hubo otra devaluación de la peseta el 13 de julio. Para Cuervo (1988: 37) la crisis bancaria que duró de 1977 a 1985, fue consecuencia de la crisis del petróleo. Tanto la disminución del ritmo de crecimiento como el aumento de la

²² Con la Ley de Presupuestos Generales del Estado de 1988, se le retiró la autonomía y se le convirtió en una entidad bancaria estatal que estaba al frente de los siguientes bancos públicos: Banco de Crédito Industrial, Banco de Crédito Agrícola, Banco de Crédito Local y Banco Hipotecario de España. A su vez, tenía una participación accionaria importante con el Banco Exterior de España. Se le retiró el financiamiento del Ministerio de Hacienda y comenzó a financiarse directamente del mercado de capitales. Con el paso del tiempo, la reforma de la Banca Pública en mayo de 1991 privatizó a toda la banca pública (se fusionaron en un banco comercial: Argentaria), mientras que el ICO se mantuvo como banca pública y mantuvo una cierta independencia del resto de entidades del sector público.

inflación tuvieron varios efectos: la tasa pasiva aumentó la remuneración a los depósitos y, por tanto, los costos bancarios; segundo, se aplicaron políticas monetarias restrictivas que redujeron los márgenes de liquidez (disminución del crédito); y tercero, aumentaron los costos de financiamiento (aumento de la tasa activa). Estos efectos se trasladaron al sector empresarial no financiero mediante el aumento de los costos de producción, lo que resultó en una crisis económica de grandes dimensiones.

Se llevó a cabo un “Plan de Urgencia” en julio de 1977, la estrategia buscaba controlar transitoriamente los precios y moderar el crecimiento salarial junto con una expansión del gasto público para la creación de empleos. Otro de los objetivos de ese plan era fomentar la competencia en el sistema financiero. Esto se dio a través de la liberalización progresiva de las tasas de interés, la reducción de los circuitos privados de financiamiento, la homogeneización de las entidades de depósito, la supresión de la Junta de Inversiones, etc. (Trullén, 1993: 119-120) Esta serie de cambios, en conjunto con la liberalización para la apertura a sucursales bancarias promovida por los tecnócratas, así como del control sobre tasas de interés, incrementaron el número de sucursales bancarias. El aumento de la competencia trajo consigo el incremento de los costos operativos, éstos fueron transmitidos a los clientes bancarios de manera inmediata. Esto provocó que las condiciones externas a España, a partir de la crisis del petróleo y la ruptura del Sistema Monetario de Bretton Woods, tuvieran efectos directos sobre el ingreso nacional y que resultaran en una crisis económica.

Como mecanismo de contención de la crisis se buscó proteger los depósitos de los ahorradores mediante la creación del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios (FGDEB) en 1977 y se otorgaron recursos para apoyar a las cajas de ahorro y cooperativas de crédito. En 1978, se fundó la Corporación Bancaria S.A. con el fin de adquirir bancos para el saneamiento de las entidades. Posteriormente, dicha corporación gestionó la venta de las mismas, a través de un concurso. Por otro lado, El Banco de España aportó ayudas crediticias, mientras que el gobierno otorgó recursos para el saneamiento del Banco Rumasa (Cuervo, 1988: 204-207).

A partir del periodo de estanflación (1973-1981) a nivel internacional, pudo notarse en España que los efectos de la política monetaria restrictiva afectaron a la industria, debido a la fuerte dependencia del financiamiento bancario (Ferreiro & Serrano, 2001: 172). Como

consecuencia, la participación accionaria de las entidades de crédito fue disminuyendo con el paso del tiempo. Este proceso inició con la desvinculación de las cajas de ahorro de la actividad industrial a partir de la liberalización financiera en pleno inicio de la crisis de 1977 (Rodríguez, 2006: 70); también la banca comercial tuvo que ver en ese proceso. En la tabla 2 se muestran algunas variables respecto al nivel de concentración bancaria en España entre 1970 y 1995. Como puede notarse, el número de bancos entre 1970 y 1976, varía entre 108 y 115. A partir de 1977 el número de bancos se incrementó debido a la reaparición de la banca extranjera en España (Pueyo, 2003: 170). Por otro lado, el índice Hirschman-Herfindahl muestra la medición del nivel de concentración bancaria a partir de su capacidad para fijar tasas de interés a sus clientes. En este sentido, la variable se mantuvo estable desde 1970. Sin embargo, a partir de 1988, se incrementó este índice de concentración, esto puede deberse, en parte, a la desvinculación de la participación accionaria de los bancos comerciales con la industria. Asimismo, esta misma tendencia se refleja en el porcentaje de depósitos de los cuatro mayores bancos, un segmento donde competían con las cajas de ahorro. Esta variable fue de 39.62 en 1987 y a partir de 1988 tuvo un incremento que llegó hasta 52.05 en 1992.

Tabla 2: Concentración de la banca española 1970-1995

Año	Número de bancos	Índice de Hirschman-Herfindahl	Porcentaje de depósitos de los cuatro mayores bancos
1970	114	767	49.17
1971	109	732	47.86
1972	108	693	46.31
1973	111	643	44.21
1974	111	635	44
1975	114	636	44.33
1976	115	606	42.97
1977	113	613	43.21
1978	112	674	45.77
1979	121	645	44.37
1980	128	629	43.65
1981	130	627	43.43
1982	130	643	43.94
1983	135	632	43.54
1984	136	602	41.89
1985	138	623	42.36
1986	138	606	41.31

1987	139	569	39.62
1988	140	670	45.4
1989	143	641	43.37
1990	155	650	44.22
1991	158	802	51.62
1992	160	820	52.05
1993	163	810	51.5
1994	159	819	51.33
1995	160	843	52.95

Elaboración propia a partir de Pueyo Sánchez, J. (2003). Oligopolio y competencia en la banca española del siglo XX: concentración económica y movilidad intra-industrial, 1922-1995. Revista de Historia Económica, 21(1), 147-195.

Como respuesta a los acontecimientos de 1977 a 1985, el gobierno español apostó por la liberalización de los movimientos de capital entre los países europeos. La firma del Acta Única Europea (1986) supuso un paso importante en este sentido. Ayudó a que la banca comercial tuviera acceso a los mercados de capital europeos. En dicho documento, en el artículo 8A se afirma lo siguiente:

La Comunidad adoptará las medidas destinadas a establecer progresivamente el mercado interior en el transcurso de un período que terminará el 31 de diciembre de 1992 [...] El mercado interior implicará un espacio sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estará garantizada de acuerdo con las disposiciones del presente Tratado.

A partir del *plan de reestructuración económica* se llevó a cabo el establecimiento de las Zonas de Urgente Reindustrialización (ZUR) en 1984, el gobierno apoyó a la industria en ciertas regiones del país. En los años posteriores, la economía española tuvo un periodo de expansión económica, sobre todo, desde 1988 (Lieberman, 2005: 310).

En los años posteriores a 1990, la economía española experimentó un elevado crecimiento (tasas de crecimiento en torno al 4 por ciento), las reformas en torno al sector bancario permitieron a la banca comercial expandir sus operaciones hacia América Latina, Banco Bilbao Vizcaya (BBV), Santander y Banco Central Hispano (BCH) fueron de los principales promotores de dicha estrategia (Calderón y Casilda, 1999: 35). En este sentido, como se verá más adelante las cajas de ahorro se posicionaron como las entidades que se dedicaron a financiar las actividades hipotecarias, que junto con el crecimiento económico español

permitió que los factores de demanda (crecimiento poblacional) y oferta (crédito barato) se combinaran para la promoción de la burbuja inmobiliaria en España. Y que hasta el año de 2007, se convirtió en una profunda crisis de endeudamiento de familias y pequeñas empresas.

Conclusiones

A lo largo del presente capítulo se destacó la evolución histórica de las dos fuentes del dinero. Por un lado, el circuito crediticio entre el déficit público y el banco central. Por otro, los bancos comerciales con apoyo del Estado impulsaron su desarrollo. A lo largo del capítulo se puede notar que el crédito tiene un papel fundamental en el impulso de una economía capitalista. En diversas etapas se estimularon distintos sectores económicos que marcaron la tendencia de la inversión y el crecimiento.

Además, la evolución de los circuitos crediticios condujo a fases de inestabilidad que tuvieron que ser contenidas por apoyos gubernamentales. La existencia de entidades crediticias bajo el control del sector público fueron claves para reorientar y transformar las condiciones de desenvolvimiento económico de España. En la siguiente parte se tomarán en cuenta estos efectos y el cambio de estrategia por parte de las autoridades hacia un proceso de articulación financiera con el resto del mundo, así como de la internacionalización de las entidades bancarias.

**Capítulo 3: Articulación financiera
europea y transformación de los circuitos
de crédito españoles en la primera década
del siglo XXI**

Introducción

En este capítulo se desarrolla el proceso de articulación financiera europea y su vinculación con los circuitos crediticios españoles. Por ello, se divide en dos partes: una donde se aborda el primer proceso y otra donde se señalan aspectos relevantes que sentaron las bases para una gran transformación de los circuitos.

El proceso de articulación financiera europea se refiere a una mayor interconexión entre los bancos comerciales y los mercados financieros internacionales. Esta concatenación entre flujos crediticios nacionales y flujos financieros especulativos internacionales modifica las relaciones de financiamiento hacia el interior de la economía española.

Un primer punto que se desarrolla es el proceso de integración financiera de la eurozona²³. Esto involucra algunos aspectos de los arreglos institucionales, en los que se buscó armonizar las normas en torno a: valores, banca, seguros, hipotecas, pensiones y otras formas de transacciones financieras. El resultado fue que se revelaron dos aspectos sobre la articulación financiera: una mayor conexión entre el mercado interbancario y el mercado mayorista; y se muestra que el modelo minorista era más estable al tener una mayor conexión con los depósitos. Otro punto que se destaca es cómo el crecimiento del mercado interbancario facilitó el acceso a los mercados internacionales de capital. Esto provocó que los bancos se involucraran en las operaciones de carry trade con el objeto de buscar formas alternativas de ganancia. Tercero, el proceso de articulación financiera tuvo efectos reales sobre la titulización y las operaciones fuera de balance.

En ese contexto mundial, para el caso de España, se buscó promover la titulización a través de la emisión de títulos con garantía hipotecaria (*Mortgage Backed Securities*), valores respaldados por activos (*Asset Backed Securities*), y cédulas hipotecarias (*covered bonds*). La articulación financiera permitió que la expansión de este tipo de instrumentos fuera en aumento, debido a que hubo una interconexión de los circuitos crediticios españoles con los flujos financieros del resto del mundo.

²³ Con la introducción del euro en los mercados financieros mundiales desde el 1 de enero de 1999 el proceso de articulación financiera se llevó cabo. Posteriormente, dicho proceso se profundizó con las reformas de integración financiera que se impulsaron en 2005 y que se mencionan más adelante en este capítulo.

3.1 Articulación financiera en la eurozona.

El proceso de integración financiera de la eurozona se sostuvo con la idea de que, bajo ciertos supuestos, el sector financiero, las empresas y las familias iban a salir beneficiados. Se asumió una reducción en los costos de las acciones, los bonos, así como un aumento en la competencia en lo que antes eran mercados financieros segmentados. (Schildbach, 2008: 3-4). Este proceso se dio a través de la interconexión entre los sistemas bancarios y los mercados de capital. Tal como lo describe Passarella (2013: 195), en términos generales:

La integración financiera consiste en la (creciente) interconexión de los sistemas bancarios y los mercados financieros, y del fortalecimiento de las relaciones de débito/crédito entre las unidades económicas (empresas, bancos, hogares y gobiernos) ubicados en diferentes zonas geográficas. (Passarella, 2013: 195)

En el caso de Europa, según este autor, la integración financiera se dio a través de tres canales: la libre movilidad de capitales entre los países, el establecimiento de un único banco central autónomo bajo un marco de metas de inflación y, finalmente, la adopción de un esquema monetario basado en reglas, dejando de lado el poder discrecional de la política monetaria, así como el ajuste de la política fiscal.

3.1.1 El Plan de Acción de Servicios Financieros (FSAP)

Debe afirmarse que la integración financiera se consolidó a partir del establecimiento del Mercado Único en servicios financieros. El Plan de Acción de Servicios Financieros (FSAP, por sus siglas en inglés) consistió en una serie de medidas implantadas en 2005 para remover las barreras entre los países que adoptaron el euro, a ellas también se incorporó el Reino Unido. Esta política se adoptó debido a los diferentes marcos regulatorios entre esos países, tal como lo documentan Perez y Westrup (2010:1174-1175), en la etapa posterior a la postguerra las prácticas regulatorias en los países europeos tenían diferencias significativas, como resultado de la relación de las firmas no financieras con las entidades crediticias. Al respecto los autores afirman que:

Entre los países continentales, algunos (Alemania) tenían mercados de crédito organizadas por los bancos universales privados, mientras que en otros (Francia y España) el Estado canalizaba recursos financieros a las actividades y usuarios específicos regulando selectivamente las tasas de interés en las que el crédito podría

ser descontado con Banco Central. En Italia las autoridades políticas dependían de su control directo de los bancos nacionalizados (los mantenidos dentro del Istituto per la Ricostruzione Industriale [IRI]) sin tratar de regular la asignación de créditos en un sentido amplio o duradero. (Perez y Westrup, 2010: 1174-1175)

El FSAP buscó armonizar las normas de los Estados miembros de la UE en distintas áreas de los servicios financieros, en las cuales estaban incluidas las siguientes: valores, banca, seguros, hipotecas, pensiones y otras formas de transacciones financieras en las que se aplicaron distintas medidas. Entre los objetivos que se buscaban, se pueden ubicar cuatro: “1) el desarrollo de un mercado único de servicios financieros al por mayor; 2) la creación de mercados minoristas abiertos y seguros; 3) el establecimiento de reglas claras, eficientes, prudenciales y la supervisión de los servicios financieros; y 4) el establecimiento de las condiciones para un mercado financiero único óptimo” (Pérez Caldentey y Vernengo, 2012: 11).

Con la introducción del FSAP, fue posible la integración del mercado interbancario y el mercado mayorista, el cual fue impulsado por los principales bancos corporativos y de inversión. Por otro lado, la banca minorista se mantuvo aparte en ese proceso, sobre todo, por los indicadores de integración financiera: la convergencia de precios, el suministro transfronterizo de productos y servicios y el grado de propiedad extranjera. (Schildbach, 2008: 4)

Sin embargo, desde otra perspectiva, se opina que la evidencia empírica difiere en cuanto a lo que la integración financiera se refiere. La mayor parte de ésta última se enfoca a los mercados financieros y se abandona, en cierta forma, a los productos y servicios financieros proporcionados por los bancos. A partir de ello, es importante destacar tres actividades de la banca para analizar el proceso de integración financiera en el caso europeo: el mercado mayorista, el mercado de capitales y el minorista (Cabral et al., 2002: 5).

3.1.2 Modelos de negocio bancarios:

En realidad, se tiene que hablar de tres modelos diferentes de negocio de la banca comercial a nivel internacional: la banca con financiamiento mayorista, minorista y, finalmente, la orientada al mercado de capitales. El manejo del riesgo bancario, de acuerdo con algunos autores, está relacionado con el modelo de negocio que manejan. Tal es el caso del

financiamiento minorista que muestra una elevada proporción de préstamos estables, así como de depósitos. En el caso del financiamiento mayorista, existe un volumen significativo de pasivos interbancarios y deuda mayorista, además, una menor cantidad de depósitos respecto de la primera. En el caso de la banca orientada hacia el mercado de capitales (o banca de negociación), presenta un elevado número de títulos financiados mediante los mercados mayoristas, siendo el más activo, el del interbancario. (Roengpitya et al., 2014: 4-5)

Para el caso de Europa, Ayadi y de Groen (2014: 15-19) utilizan otra clasificación, compuesta por cuatro grandes grupos: la banca de inversión, mayorista, minorista diversificada y minorista centrada (o focalizada). En el primer modelo, se toman en cuenta a los bancos más grandes orientados a la inversión, tanto en términos de activos totales como de activos medios. De acuerdo con los autores, la media del tamaño de los activos superó, en 2013, a los bancos mayoristas (modelo 2) y minoristas enfocados (modelo 4); alcanzando los 583 mil millones de euros en 2013, casi el doble del minorista diversificado (modelo 3). Lo anterior, se puede notar a continuación en la tabla 2:

Tabla 3: Evolución de los tamaños de los modelos de negocio

Suma de los activos totales (miles de millones de euros)								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Modelo 1. "Inversión"	10,900	15,200	18,100	15,700	15,900	17,200	16,500	11,100
Modelo 2. "Mayorista"	2,318	2,689	3,475	2,192	2,225	1,959	2,022	1,501
Modelo 3. "Minorista diversificado"	9,528	10,300	8,486	7,683	10,500	8,899	8,265	9,529
Modelo 4. "Minorista enfocado"	4,162	4,227	4,700	6,467	5,298	7,319	8,143	9,358
Total	26,900	32,400	34,800	32,100	33,900	35,400	35,000	31,500
Promedio de los activos totales bancarios (miles de millones de euros)								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Modelo 1. "Inversión"	496	726	726	629	690	638	636	583
Modelo 2. "Mayorista"	122	128	165	115	117	115	119	125
Modelo 3. "Minorista diversificado"	203	223	212	202	238	287	306	318

Modelo 4. "Minorista enfocado"	95	85	89	110	83	98	112	130
Total	204	235	250	227	226	236	245	237

Fuente: Ayadi, R y W de Groen (2014) Banking business models monitor 2014 – Europe, Centre for European Policy Studies and International Observatory on Financial Services Cooperatives.

Los bancos del modelo 1 se caracterizan por una clara tendencia al apalancamiento, lo que a su vez, se relaciona con el financiamiento de los mismos. Éste provenía de fuentes menos estables, como pueden ser los pasivos de deuda y los acuerdos de recompra (o repos), los cuales durante la crisis de 2007 tuvieron un auge importante (Gorton y Metrick, 2012: 425-426). El segundo modelo, continuando con la clasificación de Ayadi y de Groen (2014), se le denomina banca mayorista. Son los bancos que están relacionados con el financiamiento interbancario, así también, hay una marcada característica de este grupo al uso de los activos de negociación²⁴. Estos bancos son menos apalancados respecto a los demás modelos, de acuerdo con los autores, tienen el mayor índice de patrimonio común tangible entre los cuatro grupos. Sin embargo, es el grupo más reducido, sobre todo, a partir del estallido de la crisis y el cambio hacia otros modelos de negocio²⁵. Esto último puede notarse en la tabla 2: en 2008, la suma de los activos totales, del modelo 2, eran de 3,475 millones de euros y pasaron a ser de 1,501 en 2013.

En el tercer grupo, se encuentra el modelo de los bancos minoristas diversificados. Se caracterizan por utilizar fuentes de fondeo no tradicionales. De acuerdo con los autores, los préstamos a clientes y los pasivos de deuda, en este grupo, superan a los demás. Este esquema de negocio tuvo un gran auge desde 2009 como consecuencia de la crisis y hay una tendencia hacia su expansión en el mercado. Esto se confirma en la misma tabla, donde el promedio de los activos totales bancarios eran de 202 mil millones de euros en 2009 y en 2013, pasaron a ser 318 mil millones de euros. El cuarto modelo se refiere a la banca minorista centrada, ésta se enfoca a los préstamos a clientes tradicionales. Los últimos dos modelos tienen similitudes: la relación entre el efectivo y los activos líquidos similares al efectivo, se mantiene por encima de la media. Además, tienen mayores costos de personal que “posiblemente reflejen

²⁴ Son los activos totales menos los activos líquidos (efectivo y depósitos en el banco central) menos el total de los préstamos menos los activos intangibles.

²⁵ Cabe señalar que, en este modelo, los gastos de personal son los más bajos, con un gasto medio de personal de 3,0 € por cada 1.000 € de activos, menos de la mitad de la muestra total. (Ayadi y de Groen, 2014: 18)

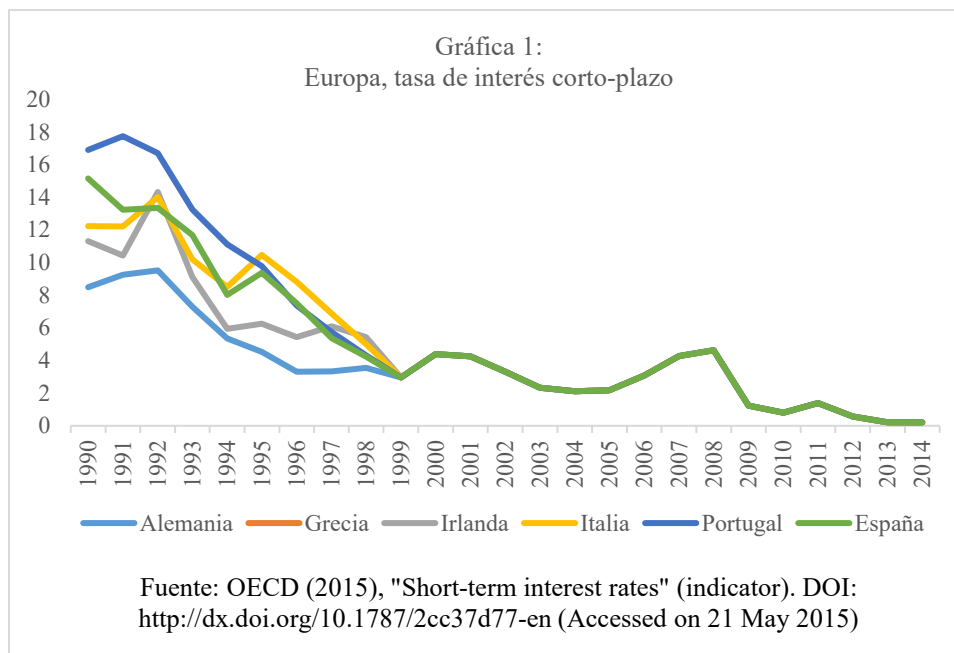
una mayor cobertura geográfica a través de un mayor número de sucursales y personal” (Ayadi y de Groen, 2014: 19). La diferencia entre estos dos últimos consiste en las fuentes de financiamiento, los del modelo 3 tienen una mayor dependencia de los mercados de deuda, mientras que los del modelo 4 dependen, principalmente, de los depósitos de los clientes.

3.1.3 Banco central e integración financiera

Por otro lado, la idea de la integración financiera es que la estructura de financiamiento de los países sería, teóricamente, más desarrollada y aseguraría una colocación eficiente de los recursos. Sin embargo, esos mismos estarían expuestos a un mayor riesgo sistémico. En tal caso, la literatura sugiere que dentro del mismo proceso de integración, los movimientos de capital son un mecanismo de transmisión de riesgo intrarregional. Esto es, que, en términos geográficos, existe un contagio por la mala asignación de los recursos financieros, lo que finalmente conduce a burbujas de activos, al consumo respaldado por deuda y a los desequilibrios en cuenta corriente. (Forster, *et al.*, 2011: 10)

Así mismo, el proceso de integración financiera está directamente relacionado con la construcción de un sólo banco central, cada país mantiene su propia banca central y sus propios mecanismos de regulación y funcionamiento. Sin embargo, los objetivos primordiales para lograr la estabilidad financiera provienen directamente del BCE, por tanto, la política monetaria está basada en la estabilidad de precios a través de un sólo instrumento: la tasa de interés de corto plazo. A partir de esta medida, se mantiene la idea de que el control de la inflación sería suficiente para lograr la estabilidad financiera.

En la gráfica 1 se muestra el proceso de integración en la zona del euro a partir de la convergencia de las tasas de interés de corto plazo, lo que determina el grado en el que se creó esta interconexión, sobre todo a partir de la adopción del euro en 1999. Asimismo, la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España fue encaminada para cumplir los objetivos del Tratado de Maastricht, que fueron posibles hasta que La Ley 12/1998, de 28 de abril, se enfocó en reconocer las potestades del BCE (Banco de España, 1998: 128).



Como puede observarse, las tasas de interés de corto plazo de Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España, entre 1990 y 1999, tienen un comportamiento a la baja en forma desigual. Sin embargo, a partir de la integración de la eurozona, como es natural, tienen la misma trayectoria, aunque en forma errática. Debe observarse que la conformación de la eurozona permitió, en general, una tendencia a la alza entre 1999 y 2008, cuando inicia la crisis, a partir de ese año hasta 2014 tienden a la baja.

Desde otra perspectiva, la estabilidad financiera tiene sus orígenes en la liquidez de los activos retenidos, en manos del sector bancario y el valor de los colaterales, como lo destaca Passarella:

La estabilidad financiera depende fundamentalmente de las condiciones de los mercados colaterales, ya que estos últimos afectan indirectamente a la financiación interbancaria. Más precisamente, el grado percibido de liquidez de los colaterales determina la oportunidad de un sólo banco de acceder al financiamiento del mercado y los bonos del gobierno de los países de altos ingresos se han convertido en la garantía más importante en los acuerdos de recompra. En consecuencia, si el banco central opta por apoyar mercados de financiación no garantizados (a través de provisiones de liquidez), sin apoyar también los mercados colaterales, es probable

que esto sea insuficiente para restablecer la estabilidad financiera. (Passarella, 2014: 7)

La idea general de la integración financiera, según las autoridades de la eurozona, beneficia a las economías porque, teóricamente, se supone, que el acceso a los mercados de capital puede expandir las oportunidades y la diversificación de los portafolios de inversión. Se puso en práctica bajo la creencia de que se reducen los riesgos de los inversionistas. Se afirmaba:

Un alto nivel de integración financiera (es decir, la reducción de los obstáculos transfronterizos) contribuiría a estimular un mecanismo de reparto de riesgos basado en el mercado entre los Estados miembros de la UE y, por lo tanto, aumentaría la capacidad de absorción de los impactos de la economía europea. (ECB, 2016: 109)

Sin embargo, la realidad ha sido distinta, incluso el mismo BCE admitió que hubo consecuencias negativas para los países que optaron por la integración financiera y la necesidad de aplicar políticas macroprudenciales para evitar el contagio del riesgo financiero entre los países. En este sentido, los flujos transfronterizos se convirtieron en un problema debido a la gran interconectividad de los circuitos crediticios. El problema fue mayúsculo al desarrollarse la crisis a partir de 2007²⁶.

3.1.4 Operaciones *carry trade*

Los bancos tuvieron un papel importante en relación con la crisis, en primer lugar, los de los países centrales se vieron beneficiados por la integración financiera. Como lo menciona Serfati (2016: 70), para finales de 2013, “[...] Alemania y Francia tenían los sectores bancarios más grandes de la zona del euro, con valores de activos totales de 6.7 billones y 6.3 billones de euros respectivamente.” Esto se debió al gran crecimiento de la banca desde la década de 1980 y al incremento de los flujos de capital alrededor del mundo, lo que finalmente resultó en circuitos crediticios dominados y altamente concentrados en los bancos más grandes en términos de activos. La concentración de activos en los bancos de los países centrales fue resultado de un proceso de integración financiera desigual. De tal forma

²⁶ El surgimiento de nuevos actores y la consolidación de toda una comunidad financiera a nivel global tuvieron como consecuencia un proceso de transformación de los sistemas financieros, que buscaron consolidarse a partir de la expansión del mercado de capitales. De esta forma, los mismos bancos comerciales aumentaron el valor de sus activos, sobre todo, en el caso de los alemanes y franceses. Así mismo, las entidades crediticias de Alemania y del Reino Unido concentraron una gran cantidad de depósitos (Serfati, 2016: 270).

que estos mismos incentivaron el incremento del precio de los activos en EUA, antes de la gran crisis que estalló en 2007:

Los bancos de la UE prestaron masivamente a los mercados extranjeros, principalmente a los Estados Unidos (y también a Suiza), donde el 70% de los Asset-backed commercial paper (ABCP) se emitieron en dólares estadounidenses, pero la mayoría estaban en vehículos de propósito especial patrocinados por Bancos europeos. Así, los bancos de la UE no sólo contribuyeron a la burbuja financiera anterior a 2007, sino que la ampliaron a Europa a través de sus operaciones de carry trade. (Serfati, 2016: 271)

Las operaciones de *carry trade*, que llevaron a cabo los bancos, se refieren a la posesión de un activo en una moneda de alto rendimiento y que la inversión del mismo implica el financiamiento con un pasivo en una moneda de bajo rendimiento. A lo que se refiere el autor anterior, es que en el caso de los bancos alemanes, por ejemplo, podían conseguir un crédito a bajas tasas de interés e invertirlo en activos de alto rendimiento, no sólo provenientes de EUA, sino que fueron invertidos en bonos de deuda soberana de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España, que en ese entonces, tenían una calificación elevada²⁷.

Las operaciones de *carry trade* impactaron directamente en los balances bancarios de la zona euro. Tal como lo muestran Acharya y Steffen (2013: 32-35), el rendimiento de los bonos de los países periféricos influyó de manera positiva en los balances bancarios de esos países, mientras que hubo un impacto negativo en los mismos para el caso de los bancos alemanes. Los autores encontraron que los bancos con más deuda a corto plazo y los bancos subcapitalizados, con activos de alto riesgo ponderado, son más propensos a participar en *carry trades* que emplean bonos gubernamentales de la periferia, con el objeto de obtener rendimientos más altos y más arriesgados sobre su capital, lo que se ve disminuido por los requerimientos de capital.

²⁷ Hay una discusión en torno a los orígenes de la crisis. A diferencia de lo que se plantea como el *Saving glut*. Existen otras opiniones al respecto: en primer lugar, se parte de que los flujos tranfronterizos entre Europa y EUA se dieron a través de los bancos comerciales. Es decir, que hubo un *Banking Glut* y que la estrecha interconexión de los bancos con el mercado de capitales resultó en un aumento del precio de los activos; en segundo lugar, los bancos globales europeos financiaron sus actividades aprovechando el mercado de financiamiento mayorista en los Estados Unidos (Shin, 2012: 3). Esto resultó en una serie de operaciones interbancarias con el fin de aumentar la rentabilidad bancaria.

3.1.5 Titulización y operaciones bancarias fuera del balance (financiarización)

Los riesgos que tomaron los bancos en realizar este tipo de operaciones se deben al elevado volumen que ellos mismos acumulan en sus balances, sobre todo, en activos de alto rendimiento. Incluso, el mismo BCE reconoce que los problemas de los bancos, que culminaron en una crisis global, provienen de fuentes internas y que están relacionadas con su exposición al riesgo y al elevado apalancamiento:

Los niveles de rentabilidad de muchos bancos antes de la crisis se vieron impulsados por el elevado apalancamiento y/o la dependencia de financiación al por mayor relativamente barata, así como, en algunos casos, una elevada toma de riesgos (tales como préstamos inmobiliarios o exposiciones a titulización) para generar ingresos. Los cambios en el comportamiento de los bancos y en el marco regulatorio han hecho que algunas de las estrategias empresariales (anteriormente) más rentables sean menos viables, lo que, coincidiendo con las débiles condiciones macroeconómicas y de los mercados financieros, ha llevado al deterioro de los resultados financieros desde la crisis. (ECB, 2016: 130)

Los flujos bancarios de los países centrales hacia los países periféricos fueron aumentando con el paso del tiempo y, sobre todo, a partir de la integración financiera. Los préstamos transfronterizos en la zona del euro fueron en aumento, de los países centrales (Alemania, Francia, Bélgica y los Países Bajos) a los de la periferia (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España). “A finales de 2008, la exposición bruta de los bancos del centro respecto a la periferia ascendía a unos 1.4 billones de euros... Mientras tanto, el patrimonio total del sistema bancario de la región central fue de 0.6 billones de euros, lo que suponía que la exposición a los países periféricos era de aproximadamente 2.6 veces el patrimonio neto.” (Lapavitsas et. al., 2012: 46-50)

Esto implicó una elevada exposición de los bancos alemanes y franceses sobre los activos bancarios de los países periféricos y, por tanto, un mayor riesgo sistémico. Los préstamos interbancarios, sin embargo, de acuerdo con los autores, pudieron no ser contabilizados totalmente en sus balances. En tal caso, si los bancos de la periferia no pudieran pagar sus deudas y el mismo incumplimiento fuera una condición general, entonces se tendría que activar la dotación de reservas para pérdidas:

...las cosas podrían cambiar muy rápidamente, si los países periféricos empeoraban. Una caída del 10 por ciento en el valor de los activos bancarios sería seria para los sistemas bancarios de los países centrales, pero no necesariamente podría ser terminal. Si, por otro lado, el 50 por ciento de los préstamos a la periferia incumplió con una tasa de recuperación del 50 por ciento, lo que resultó en una pérdida del 25 por ciento de la exposición total; o, igualmente, si una salida del euro resultara en una devaluación del 25 por ciento de las monedas nacionales, el resultado sería desastroso para el sistema bancario de las naciones centrales, dados los niveles actuales de patrimonio neto. Los bancos alemanes y franceses serían particularmente vulnerables. (Lapavitsas et. al., 2012: 51)

Es decir, existe una relación entre la exposición de los activos riesgosos hacia operaciones fuera de balance con el proceso de titulización. Por un lado, los bancos europeos mantuvieron algunos de sus activos en operaciones fuera de balance. Lo que se conoce como *banca a la sombra* o *sistema financiero paralelo*. Por otro lado, se tiene un proceso de titulización en el que los bancos europeos se endeudaron para adquirir títulos-valores especulativos respaldados por hipotecas, con el objeto de incrementar sus rendimientos.

El proceso de apalancamiento del sector bancario, como se mencionó, proviene de las actividades fuera del balance. Desde la década de 1970, con la introducción de los *fondos mutuos del mercado monetario*²⁸ (money market mutual funds o MMF) se extendieron los mercados de *papeles comerciales*²⁹, en ese sentido, lo anterior dio origen a lo que se define como el sistema bancario paralelo. Por lo que los MMF eran una especie de compañías no bancarias, pero con la misma capacidad de intermediación financiera, de tal forma que

²⁸ El término se refiere a un tipo de fondo mutualista en el que los inversionistas financieros, de manera colectiva, invierten en títulos de corto plazo. Son mercados que proveen de liquidez a los intermediarios financieros

²⁹ El *commercial paper* (por su nombre en inglés) se refiere a los pagarés no asegurados de las empresas que tienen una elevada calificación. La mayoría de las empresas venden estos instrumentos directamente a los inversionistas; y estos, a su vez, a las sociedades financieras (en el que se incluyen los bancos) quienes revenden los mismos a los bancos comerciales u otros tipos de sociedades financieras. El mismo papel comercial, de acuerdo con D'Artista y Schlesinger, 1993: 9-10), "[...] es una forma de endeudamiento sin garantía, una nota promisoría emitida directamente por los prestatarios o indirectamente a través de intermediarios. Dado que se vende sólo en grandes denominaciones, los reguladores financieros han asumido que el papel comercial será comprado por inversionistas "sofisticados". Como resultado, el instrumento no se define como una garantía bajo la Ley de Valores de 1933. Con los emisores de papel comercial exentos de las disposiciones de divulgación de la Ley, los MMMF y otros inversores institucionales deben recurrir a agencias de calificación privadas para obtener información sobre los emisores."

competían en otorgar financiamiento con sus homólogos (D'Artista y Schlesinger, 1993: 7-8).

El sistema bancario a la sombra en la zona del euro tuvo diferencias respecto al caso de EUA, antes de la crisis, la emisión de títulos por parte de los intermediarios financieros, sobre todo los MMF y el mercado de repo³⁰, fue de menor tamaño en proporción al PIB: en EUA fue del 12% respecto al PIB y el de la eurozona fue de 5%; mientras que la cantidad de activos manejados por los MMF fue de 1.83 billones de euros en EUA y 1.1 billones de euros en la zona del euro (Bakk-Simon, et al., 2011: 5).

Por otro lado, las actividades de la banca a la sombra tuvieron una relación con la titulización de activos, para explicar este punto, se hace uso de la siguiente definición del mismo BCE:

La titulización se refiere a la agrupación de los préstamos individuales en valores, cuyos tenedores tienen derecho a una fracción de todos los intereses y principal pagados por la cartera de préstamos. Antes de la crisis actual, los beneficios de la titulización fueron ampliamente reconocidos. Los prestamistas, como originadores, utilizan su conocimiento superior de los prestatarios para emitir préstamos, pero son incapaces de diversificar el riesgo idiosincrásico de sus prestatarios. La titulización permite transferir el riesgo de los originadores de los préstamos a los inversionistas financieros dispuestos a asumir el riesgo, permitiendo así que el riesgo sea asignado de manera más eficiente tanto a nivel nacional como internacional, al menos cuando prevalece la distribución simétrica de la información. En consecuencia, podría ampliarse la cantidad total de crédito disponible para el sector no financiero. La cantidad grande y creciente de titulización se interpretó como una prueba de que los mercados de capitales funcionaban. Sin embargo, la reciente crisis financiera ha puesto de manifiesto debilidades en la forma en que se aplicó la titulización. (ECB, 2010a: 75)

³⁰ El reporto es un instrumento de la política monetaria que se encarga de comprar títulos, valores públicos o privados al contado, en este caso el reportado (el que vende el título) recibe liquidez y el reportador (el que compra) lo adquiere a un precio o prima menor. Desde el inicio de la operación, se conviene la operación inversa en el que se fija el vencimiento por lo que los intermediarios financieros están obligados a recomprar el mismo valor a un precio mayor.

La relación entre las actividades bancarias fuera de balance y la titulización están íntimamente vinculadas al concepto de financiarización como se puede ver en Girón y Chapoy (2014: 172). Las autoras afirman lo siguiente:

El proceso de financiarización consistió en la compra y venta de activos o valores financieros que pueden tener lugar en forma ordenada en el mercado de capitales. La nueva incorporación de grandes conglomerados participó en esto a través de transacciones fuera de balance con derivados o productos y servicios financieros que fueron consecuencia de innovaciones tecnológicas y financieras. La necesidad de liquidez de los intermediarios financieros permitió que la titulización de activos asumiera una vida propia en las transacciones financieras, proceso que es endógeno al desarrollo de la financiarización. (Girón y Chapoy, 2014: 172)

Los efectos negativos de la crisis sobre las entidades bancarias han repercutido en las estructuras económicas, de tal forma que se han hecho propuestas para una unión bancaria que implicaría cambios en la regulación y, con ello, el salto hacia un nuevo modelo de negocio, o lo que muchos afirman “el retorno a lo básico” o la “banca aburrida” (García, 2014: 3-4)

Por eso, las políticas implementadas por el BCE están orientadas a estrategias basadas en la banca. Al respecto, existe un debate en torno a la forma en que se busca el desarrollo de los sistemas financieros, al priorizar los fundamentados en el mercado de capitales (*market-based*) en contra de los que opinan que los sistemas basados en la banca (*bank-based*) favorecen el crecimiento económico. La literatura en torno a esta discusión está bien documentada por Sawyer (2014: 25), en ella explica que existe una dicotomía propuesta por autores de corte ortodoxo que realizan esta división entre un sistema financiero basado en la banca o en el mercado, las diferentes posiciones muestran que, por ejemplo, en el caso de los defensores de los basados en la banca, como Levine (2002: 19-20) parten de que el desarrollo financiero promovido desde ese tipo de instituciones, incentiva el crecimiento económico. La posición del BCE es que el financiamiento se puede dar a través de un canal directo, como en el caso de los mercados de capital, mientras que los canales indirectos serían las entidades crediticias a través del proceso de intermediación. Ambos componentes están íntimamente relacionados, sin embargo, hay una tendencia sobre todo en el sector financiero, para el

impulso del financiamiento a través de los mercados financieros, por lo que la relación entre los grupos del sector financiero con el sector no financiero de la economía se da a través de ese canal (ECB, 2011b: 39-40):

... las innovaciones en los mercados de crédito, como la titulización y los derivados de crédito, han tenido un impacto significativo. De hecho, al desplazar el riesgo de los préstamos corporativos y de los hogares de sus balances, los bancos han asumido progresivamente un nuevo papel, pasando de su papel más tradicional de transformación de activos hacia uno en el que gestionan y comercializan cada vez más el riesgo de crédito a través de los mercados financieros. El otro gran desarrollo estructural que afectó a las finanzas corporativas en los últimos años ha sido el crecimiento de inversores institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de capital privado y fondos de cobertura. Estos inversionistas han alterado los canales de fondos disponibles para las corporaciones y han cambiado el conjunto de incentivos que enfrentan las corporaciones. (ECB, 2011b: 40)

Lo anterior, como lo menciona Sawyer (2014: 26), implica una estrecha relación entre los bancos y los mercados de capital, porque son los mismos quienes operan, en la mayoría de los mercados, por canales directos y a la vez, ellos mantienen un vínculo con el sector no financiero a través de la intermediación. Por otro lado, buscan expandir sus beneficios por canales indirectos, como sería el mismo mercado de capitales. Todo ello se ha vinculado con la desintermediación financiera.

En torno a este tema, la literatura aborda la transformación de las entidades crediticias, en ella, se explica que los bancos comerciales más que orientar sus actividades a proporcionar un crédito orientado a la inversión, buscan invertir ellos mismos en la compra y venta de productos financieros, así como de la emisión de títulos en el mercado. Sin embargo, existen otras opiniones sobre la desintermediación, como Serfati (2013: 10) quien considera que el mismo término no es apropiado del todo debido a que “presenciamos un crecimiento increíble de la intermediación financiera. Lo cual no significa que estos actores sean pasivos”. Esto sugiere que los mismos bancos en Europa son los principales promotores de las actividades en el sector. Esto como resultado de una gran división del trabajo en el mismo.

Las grandes diferencias entre los esquemas regulatorios fueron uno de los impedimentos para llevar a cabo los objetivos de la integración financiera. En este sentido, el mismo BCE (2010: 67) reconoció que: “La crisis ha puesto de manifiesto, en particular, que una extensiva y desregulada combinación de titulización y banca, junto con la significativa complejidad en el diseño y valoración de activos, tiende a erosionar el monitoreo de crédito bancario y socava la transparencia del mercado, lo que alimentó el riesgo sistémico.”

Después de la introducción del euro, se hizo evidente que el marco regulador de la UE, basado en sistemas nacionales y no coordinados, era inadecuado frente a los retos del mercado financiero único y progresivamente integrado de la UE. Un problema importante en este contexto fue que las directivas y reglamentos acordados a nivel de la UE se aplicaban de manera diferente en los distintos países. Esto dio lugar a inconsistencias en el tratamiento del mismo tipo de negocio, lo que amenazaba la neutralidad competitiva de la supervisión. (ECB, 2010a: 39)

Las asimetrías en la zona del euro podían notarse en varios aspectos: por un lado, como se mencionó anteriormente, en las bases regulatorias de los circuitos crediticios de cada país y, por otro, el desenvolvimiento del sector no financiero. En este último caso, podrían notarse las diferencias en términos de los sectores industriales. Serfati (2016: 276) menciona que en el caso del sector automotriz son evidentes las divergencias entre los países.

La literatura postkeynesiana hace referencia a las asimetrías entre los países y las profundas divergencias entre los modos de producción de cada una de las economías. En términos de productividad, las economías centrales, como el caso de Alemania y Francia, de manera histórica, pudieron controlar el crecimiento de los salarios de los trabajadores con el fin de contener el aumento de los costos laborales. Mientras que en el resto de la periferia estas mismas variables fueron en aumento, lo que fomentó el detrimento de la productividad de esos países. (Pérez Caldentey y Vernengo, 2012: 9-10)

El diseño de la regulación dentro de la eurozona está contenida en el Tratado de Maastricht en el artículo 104 y en el artículo 123 del tratado de Lisboa. Lo cual hace referencia a la pérdida de la soberanía de la moneda. Esto último implica que el BCE no permite a los gobiernos tener un mecanismo de financiamiento que sirva como medida contracíclica para actuar en los casos de crisis. (Girón y Solorza, 2015: 36)

3.2 Transformación de los circuitos crediticios en España.

Las transformaciones en el sector financiero español se dieron al interior de las entidades crediticias, a partir de los procesos de desregulación y liberalización, así como de la desintermediación entre los años de 1980 y 2000. La posterior incorporación de España a la zona del euro marcó una nueva etapa en el desenvolvimiento de las entidades financieras.

Entre los años de 1996 y 2000, España experimentó una etapa de crecimiento económico (Ferreiro y Serrano, 2012: 237). Se tuvo la idea de que la integración de los circuitos financieros europeos había impulsado a esa economía. Una de las innovaciones más significativas, dentro de los circuitos crediticios españoles y en el resto del mundo en los últimos años, ha sido la titulización de activos. La combinación de rentabilidad y riesgo ha sido uno de los factores más importantes que desencadenaron la crisis dentro de las instituciones financieras y que fueron, con el paso del tiempo, expandiéndose dentro del mercado de capitales europeo.

El desarrollo de un sistema financiero paralelo en la eurozona promovió la aparición de nuevos actores económicos, de tal forma que desde finales de 1990, los fondos de inversión tomaron depósitos fuera de los bancos. Estos últimos reaccionaron creando sus propias filiales de fondos mutuos. De tal forma que continuaron utilizando los fondos de sus filiales para apoyar el crecimiento del crédito. Así, el lugar y la forma de provisión de crédito cambió y se orientó al desarrollo de la titulización (Dymski, 2013: 8)

3.2.1 Titulización y banca

Mediante la titulización de activos los bancos tienen la capacidad de aumentar las posibilidades de financiamiento, sobre todo, a través de la transformación de activos de baja liquidez dentro de sus balances, como pueden ser los préstamos hipotecarios y que, finalmente, pueden convertirse en valores negociables. Ese tipo de actividades que realizan los bancos se ha reflejado en el aumento de las actividades de intermediación bancaria, lo que se refleja en una disminución del crédito hacia el sector no financiero. En este sentido, de acuerdo con Martínez, y Riportella (2009: 17), en 2009, el Consejo Superior de Cámaras de Comercio publicó los resultados de la encuesta sobre financiación y acceso al crédito de las PYMEs (Pequeñas y medianas empresas) en España. Dicho informe presentó los datos obtenidos en el último trimestre del año 2008 y se encontró que el 80% de las PYMEs que

intentaron acceder al financiamiento tuvieron grandes dificultades para obtenerlo, mientras que el 17% no pudo obtener crédito alguno. Según los autores, “Las PYMEs son el principal motor de la economía europea. En el caso español, las PYMEs constituyen el 99.8% del tejido industrial, representan más del 50% del PIB y dan empleo a cerca del 75% de la población activa”, lo que da cuenta de la gran importancia que tiene el crédito en ese sector.

La titulización realizada por los bancos españoles incluyen³¹: los valores respaldados por una cartera particular de préstamos, en este caso, pueden ser *títulos con garantía hipotecaria* (Mortgage Backed Securities) u otros tipos de préstamos, por ejemplo, los *valores respaldados por activos* (Asset Backed Securities); y emisiones de *cédulas hipotecarias* (covered bonds) por el nombre original en español. La creación de los MBS y los ABS consiste en el siguiente proceso: primero, el banco vende una cartera de préstamos a un vehículo de propósito especial (Special Purpose Vehicle), este a su vez, emite el MBS o ABS a los inversores a cambio de fondos que se transfieren al banco de origen. Al mismo tiempo, el banco de origen presta servicios a la cartera de préstamos, esto se refiere a que se dedica a recibir los pagos mensuales, gestiona los atrasos en los pagos, etc. (Almazan y Saurina, 2015: 10).

El modelo de titulización español no es tan desarrollado como el de otros países, esto se debe a que utiliza títulos de largo plazo. Por otro lado, las cédulas hipotecarias, los bonos hipotecarios y las participaciones hipotecarias fueron delimitadas, primero, por la *Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario*, que establece que las cajas, cooperativas, sociedades de crédito y bancos comerciales, tienen la capacidad de emitir este tipo de títulos. Por otro lado, el *Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo*³², establece que deben buscar “la financiación de la construcción, rehabilitación y adquisición de viviendas, obras de urbanización y equipamiento social, construcción de edificios agrarios, turísticos, industriales y comerciales, y cualquier otra obra o actividad.” Es decir, que su valor estaba directamente relacionado con el colateral y que mediante estos instrumentos se buscó impulsar el desarrollo de los principales sectores económicos de España. La *Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos*

³¹ En este caso, el término bancos españoles se refiere a todas las entidades captadoras de depósitos como pueden ser las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y los bancos comerciales.

³² Disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/legislacion/leyes/685_1982.PDF

*de Titulización Hipotecaria*³³, reguló por primera vez los fondos de titulización hipotecaria, fundamentalmente, buscó en estas entidades la “...movilización de los préstamos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.” Esto permitió que el proceso de titular las hipotecas fuera más rápido debido a que no era necesario tener un contacto directo con el acreedor original, tampoco se tenía la necesidad de modificar la escritura de la hipoteca.

Por otro lado, en España, se desarrolló también la titulización del crédito PYME a través de la *Orden de 28 de mayo de 1999 sobre los Convenios de Promoción de Fondos de titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial*, que fue emitida por el Ministerio de Economía. “Gracias a estos programas, los préstamos a PYME constituyen el tercer instrumento más titulado en España (en torno al 12% de las emisiones, por detrás de préstamos hipotecarios y cédulas hipotecarias tituladas), creciendo desde 1999 a un ritmo moderado pero constante.” (Catarineu y Pérez, 2008: 99)

Otro elemento que tuvo origen en España fue la *titulización de pasivos emitidos por entidades de crédito*. Se enfocó, principalmente, a las cédulas hipotecarias, también estaba conformada por deuda subordinada³⁴ y bonos de tesorería³⁵. Este modelo de titulización se considera como tradicional debido a que no transmite los derechos y riesgos de los mismos activos, por lo que no gestiona el riesgo del crédito. Es importante recalcar lo siguiente:

...las titulaciones de pasivos son de tipo tradicional y funcionan de forma muy similar a las de activos. La única particularidad la constituye el hecho de que dichos pasivos no pueden ser vendidos directamente al fondo, debido a una restricción existente en la normativa española, por lo que una tercera entidad debe interponerse (una sociedad de inversión o similar) comprando los pasivos emitidos por las

³³ Disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1992-16412>

³⁴ El término se refiere a los títulos-valores de renta fija que se emiten por parte de las entidades de crédito.

³⁵ Es un activo financiero que diversifica los instrumentos de captación de pasivos de las entidades crediticias. Un ejemplo pueden ser los cupones cero y el cupón total. Gozan de ventajas fiscales y son utilizados para especular ante los incrementos en las tasas de interés del mercado.

entidades de crédito y vendiéndolos inmediatamente al Fondo de Titulización de Activos (FTA). (Catarineu y Pérez, 2008: 99)

La forma de titulización, en el caso de España, funcionó como un modelo más tradicional en el que no era visto como un negocio en sí mismo, o como un elemento de transmisión de los riesgos a través de estructuras complejas. En lugar de eso, se desarrolló como una forma adicional de obtención de financiamiento. Otro punto a destacar de las características del modelo, es que los activos titulizados se consideran de bajo riesgo, a diferencia de los del mercado *subprime*. Estos últimos se refieren a las hipotecas que tienen riesgo elevado, como sucedió en el caso de EUA. Por lo que “la morosidad de los activos titulizados de las familias no sólo es muy reducida, sino que es incluso menor que la de los préstamos no titulizados.” (Catarineu y Pérez, 2008: 107). Además, la *cartera crediticia*³⁶ de la cual se compone, no presentó una excesiva concentración de créditos. Inclusive, las mismas cédulas hipotecarias estaban respaldadas por la cartera hipotecaria de esas entidades.

Sin embargo, a pesar de las características del modelo de titulización, el mismo no estuvo exento de riesgos. Por un lado, se han realizado estudios en los que se encuentra que existen empresas que trabajan con los bancos, y que ello les permite participar aún más en la actividad de titulización, esto significa que buscan disminuir las restricciones de acceso al crédito por parte de las empresas. Pero por otro, en tiempos de crisis, se tienen que enfrentar a una mayor restricción del crédito, esto sucede cuando los bancos emiten más valores ABS, como forma de obtener financiamiento, por lo que la misma titulización tiene efectos de oferta que difieren durante los periodos del ciclo económico. Por tanto, una mayor emisión de ABS del sector bancario agrava las restricciones crediticias para las empresas en periodos de crisis. (Carbó-Valverde, *et al.*, 2015: 49)

3.2.2 Fuentes de la crisis española

El estallido de la crisis global en 2007 estuvo íntimamente relacionada con el papel de la titulización y el mismo proceso de financiarización de la economía española. Lo que implica, que se debe determinar la forma en que se dieron estos procesos. El primero, como ya se mencionó, responde a las características de una titulización de tipo tradicional, mientras que la financiarización, de acuerdo con Girón y Chapoy (2012: 178), tiene una estrecha relación

³⁶ Se refiere al conjunto de contratos sobre los préstamos hipotecarios

con el proceso de titulización en el que estos dos conceptos se asocian con actividades fuera del balance bancario, es decir, la banca a la sombra o el sistema financiero paralelo. Este proceso, de acuerdo con las autoras, desencadena un excesivo apalancamiento de las instituciones, como resultado del colapso del mercado de valores; lo que a su vez, provoca el estallido de la crisis dentro del mismo sistema.

En la zona del euro, la banca a la sombra se entiende como las “[...] actividades relacionadas con la intermediación crediticia, la liquidez y la transformación de vencimientos que tienen lugar fuera del sistema bancario regulado.” (Bakk-Simon, et al. 2011: 8). En este sentido, los principales componentes de la banca a la sombra en la eurozona se refieren a: las actividades de titulización; los fondos del mercado monetario (MMF por sus siglas en inglés); el mercado de repos; y los fondos de cobertura (*hedge funds*). Según los autores, La gran mayoría de los activos subyacentes de los ABS se constituyen por préstamos en un 65% del total, seguidos por depósitos en 16% y los títulos distintos de acciones de 11%. Éstos, en su mayoría, están financiados a través de la emisión de títulos de deuda que se venden a inversores. Este tipo de actividades puede ligarse al concepto de financiarización:

El proceso de financiarización que se ha desarrollado en la economía española, es decir, el aumento del tamaño de los activos y pasivos financieros, ha dado lugar a un intenso crecimiento del balance financiero de los diferentes agentes de la economía, tanto de los activos financieros como de los pasivos. (Altuzarra, et al., 2013: 12)

El sistema bancario a la sombra, como la titulización tuvieron un papel significativo en la crisis española: el excesivo impulso al crédito contribuyó a la inestabilidad económica entre 2008 y 2010, sobre todo por la emisión de MBS y los ABS (Carbó-Valverde, et al., 2012: 100). En principio los efectos de la crisis comenzaron a notarse por el elevado apalancamiento del sector no financiero:

...ha caído abruptamente el precio de los departamentos y crecen los despidos en el sector de la construcción. La deuda de Martinsa-Fadesa, principal inmobiliaria en quiebra, es un golpe muy fuerte para el sistema financiero español. 59% de su deuda financiera corresponde a las cajas de ahorro; 23%, a los bancos españoles, y 18%, a los bancos extranjeros. A ello se agrega el aumento del precio de las gasolinas y el crecimiento de las carteras vencidas en los créditos hipotecarios. Según el

Departamento de Hacienda español, las cuentas públicas arrojaron un déficit en el primer semestre de 2008 de 4 683 millones de euros, debido a la desaceleración económica, sobre todo en el sector inmobiliario y a la reducción de las ganancias empresariales por el alza en el precio de los energéticos. (Girón y Chapoy, 2009: 54)

Lo anterior nos plantea las fuentes de la crisis española; en ese caso, Ferreiro y Serrano (2012), plantean que las fuentes de la misma recaen en tres elementos fundamentalmente: “los altos niveles de endeudamiento externo, el diseño ineficiente del mercado de trabajo español y la inadecuada gestión de la política fiscal en España, antes y durante la crisis” (Ferreiro y Serrano, 2012: 237).

Respecto al endeudamiento externo, Hale y Obstfeld (2014: 15) analizan los flujos financieros en términos geográficos, sostienen, que los mismos fueron de los principales *centros financieros*³⁷ hacia los *países centrales de la zona euro*³⁸, así como de éstos últimos a la *periferia*³⁹. Pero resulta relevante notar que el préstamo de los centros financieros hacia la periferia se incrementó notablemente desde 1999. Esto lo interpretaron como un evidente interés por los activos de esos países, y todo ese financiamiento se fue, principalmente, hacia los países con auges hipotecarios como fue el caso de España e Irlanda. Sin embargo, los autores aclaran que existen ventajas comparativas que los bancos de los países periféricos utilizaron para obtener financiamiento, principalmente, de los bancos de las economías centrales. Esto significa que utilizaron los mercados de deuda para poder financiarse, lo que resultó en una gran acumulación de divergencias hacia dentro de la zona del euro.

3.2.3 Problemas del sector empresarial no financiero

Por otro lado, las divergencias entre los países también se manifestaron en los sectores no financieros, es decir, las capacidades de expansión entre las economías se expresaron en los diferentes niveles de productividad. En este sentido, Lapavitsas, et al. (2012: 25) mencionan lo siguiente:

Parece que la apertura de Europa del Este al capital alemán, junto con una presión sostenida sobre la remuneración y las condiciones, ha obligado a los costos laborales

³⁷ Canadá, Dinamarca, Japón, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

³⁸ Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Luxemburgo y Países Bajos.

³⁹ Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España.

nominales a moverse a un ritmo casi idéntico a la productividad. Sin embargo, en los países periféricos las cosas han sido diferentes. Los costos unitarios de mano de obra han aumentado significativamente, ya que los costos laborales nominales han aumentado más rápido que la productividad, con Grecia a la cabeza. En resumen, los países periféricos han perdido competitividad con respecto a Alemania en el mercado interno de la eurozona. El aumento más rápido de los costos laborales nominales fue acompañado por una inflación generalmente más alta en la periferia en comparación con Alemania. (Lapavitsas, et al., 2012: 25)

Así mismo, para el caso de España en particular, el diseño del mercado laboral no fue capaz de absorber la incorporación de nueva fuerza de trabajo, posterior a la intensa creación de empleo entre 1997 y 2007, al respecto Ferreiro y Serrano opinan lo siguiente:

El intenso proceso de creación de empleo tuvo lugar en el contexto de un aumento del tamaño de la población activa, que pasó de 16,8 millones de personas en el primer trimestre de 1997 a 22,6 millones de personas en el primer trimestre de 2008, lo que supone un aumento absoluto de 5,8 millones de personas en el mercado. El aumento de la población trabajadora fue impulsado por tres fuentes: el aumento de la población española, el aumento de las tasas de actividad, principalmente como resultado de la incorporación de la población femenina en el mercado de trabajo y, finalmente, el aumento de la población neta y los flujos de población resultantes del fuerte proceso de inmigración.

Esta poca capacidad de absorción de empleo de la economía española fue el reflejo, como se mencionó, de los flujos de capital del exterior, del impulso desigual entre sectores y la concentración del crédito doméstico en el sector inmobiliario e hipotecario que impidió el desarrollo de otros sectores y, por tanto, de la creación de nuevos empleos. Cabe aclarar, los sucesos sobre el sector industrial que mencionan Pérez Caldentey y Vernengo (2015: 15), quienes argumentan que el desequilibrio externo español es el reflejo del incremento del déficit del sector empresarial no financiero. Mencionan que “[...] el aumento de la posición de déficit del sector de las empresas no financieras, que se expandió significativamente después de la adopción del euro y hasta la crisis, se explica en gran parte por una disminución del ahorro bruto del sector y en menor medida, por un aumento de la formación bruta de

capital fijo.” El cambio en el ahorro de las empresas se explica por el incremento de los pagos de intereses cada vez mayores. Según los autores, la caída del ahorro en el sector no financiero y el proceso de apalancamiento, debido a los aumentos del interés sobre la deuda, tuvieron como resultado una disminución de la rentabilidad empresarial. Las condiciones crediticias para este sector no fueron las más adecuadas, Altuzarra, et al. Afirman lo siguiente:

...es evidente que el mayor impacto de la crisis ha caído en las pequeñas y medianas empresas, cuyas condiciones de acceso al crédito bancario se han agravado dramáticamente con la crisis, mientras que las grandes empresas se han visto menos afectadas por la crisis. (Altuzarra, et al., 2013: 194)

Esto implica que el diseño del euro y las políticas de convergencia para articular los circuitos financieros de la eurozona, provocaron diferencias en rentabilidad entre los países: en las economías centrales, las ganancias empresariales mejoraron; mientras que, en la periferia, éstas disminuyeron y aumentó su nivel de endeudamiento.

3.2.4 Problemas de los hogares

Además del sector empresarial no financiero, los hogares también fueron en gran parte afectados por un elevado proceso de apalancamiento proveniente, principalmente, del sector hipotecario. En este caso, otros factores tuvieron que ver: la disminución de los salarios, el aumento del consumo, así también los incrementos en la carga tributaria. Uno de los efectos más notables en este sector fue el aumento sobre la carga de la deuda de los hogares, entendida como la suma de los pagos de intereses y del principal, a un ritmo inferior al de la deuda acumulada (Pérez Caldentey y Vernengo, 2015: 21). El auge de la vivienda y otras construcciones que se detuvo inmediatamente al iniciar la crisis, fue el resultado de la evolución del crédito:

...desde el año 2003 hasta la primera mitad del año 2005 los criterios se hicieron más estrictos. En el tercer trimestre del año 2005 los criterios fueron relajados. Esta tendencia de relajación se mantuvo durante los dos primeros trimestres del año 2006, con la única excepción del año 2005. A partir de este momento, los criterios se hicieron más estrictos a tasas más altas, especialmente en el año 2007. De hecho, a principios del año 2009 los criterios son relativamente relajados. Los criterios de la última mitad del año 2009 permanecen constantes mientras que en el segundo

trimestre del año 2010 se vuelven más estrictos. En el año 2011 se aplica una nueva tendencia más estricta a los préstamos para compra de vivienda. Los últimos datos disponibles revelan una política menos estricta aplicada por las entidades financieras. (Altuzarra, et al., 2013: 226)

Esto fue resultado del colapso de los mercados financieros y bancarios en 2007. Disminuyó el acceso al crédito y encareció su precio. La gran dependencia de España con esos mercados hizo más frágil a esa economía, sobre todo por la posición deudora con el exterior, en gran parte, por su sistema bancario.

Cuando la crisis detonó, en gran medida por la negativa de los bancos alemanes y franceses a continuar proporcionando liquidez a los bancos españoles, éstos acumularon una cantidad considerable de viviendas sin vender y conforme se desarrolló la crisis las familias no sólo disminuyeron su consumo general, sino también enfrentaron procesos de ejecución hipotecaria: en 2008 aumentaron 126% respecto a 2007, en 2009 crecieron en 59% respecto al año anterior. (Girón y Solorza, 2013: 108)

Conclusiones

Puede concluirse que a partir de los procesos financieros globales y la conformación de la eurozona, la economía española que depende, fundamentalmente, de las PYMES para fomentar el incremento de su inversión y empleo, requiere del crédito para poder impulsar las actividades en cada uno de sus sectores. En este sentido, el gran proceso de transformación y su inserción en los circuitos financieros de los países centrales y los centros financieros mundiales no le han permitido impulsar, de manera regional, los servicios bancarios que requiere su sector industrial y comercial. En cambio, se ha privilegiado la rentabilidad financiera y busca flexibilizar el mercado de títulos financieros, lo que se ha traducido en una destrucción de empleo y, por tanto, la capacidad de esa economía para crear valor.

**Capítulo 4: Crédito e inestabilidad
financiera en España en la primera década
y media del siglo XXI**

Introducción

Este capítulo se enfoca en el papel del crédito como medio para impulsar ganancias financieras con la especulación de activos. Hubo una serie de cambios, principalmente, por la articulación financiera europea, como se mostró en el capítulo 3. Se analiza la variable inestabilidad financiera y se contrasta con el crédito. Posteriormente, se vincula la variable tasa de interés con el grado de monopolio, con el fin de analizar la capacidad del sector bancario de gestionar su nivel de ganancias. Asimismo, se analizan los flujos crediticios de la banca comercial con el BCE y su relación con el proceso de financiarización. Por último, se vincula el rol del crédito con la riqueza y la desigualdad para el caso de España.

Mediante la liberalización de los movimientos de capital entre los países europeos a partir de 1986. Y, posteriormente, con la aplicación de estas medidas de Europa con el resto del mundo desde 1992 se modificaron las condiciones en las que se desarrolló el crédito en España hacia un terreno más especulativo. En este marco, el BCE impulsó una política monetaria de control de tasas de interés que le permitió a los bancos comerciales incrementar su grado de monopolio durante la crisis y el periodo posterior. Esto los llevó a impulsar una red minorista donde el proceso de titulización fue profundizado.

Asimismo, la concentración y acumulación de capital bancario, le permitió a la banca española incrementar sus activos en reclamaciones extrajeras desde 2004 y sus pasivos, que en su mayoría eran títulos de deuda. A partir de ello, los bancos entraron en un proceso de fusiones y adquisiciones con las cajas de ahorro, se vieron envueltos en una serie de operaciones de carry trade en conjunto con las acciones de refinanciamiento del BCE.

Este conjunto de elementos analizados a lo largo del capítulo, nos dan cuenta de la relación existente entre el crédito y la riqueza financiera. La condición de desigualdad es un elemento que se encuentra vinculado a ese proceso y es el punto donde se busca desentrañar la relación entre los flujos crediticios estrechamente vinculados con un entorno financiero internacional y la creciente desigualdad a nivel doméstico para el caso de España.

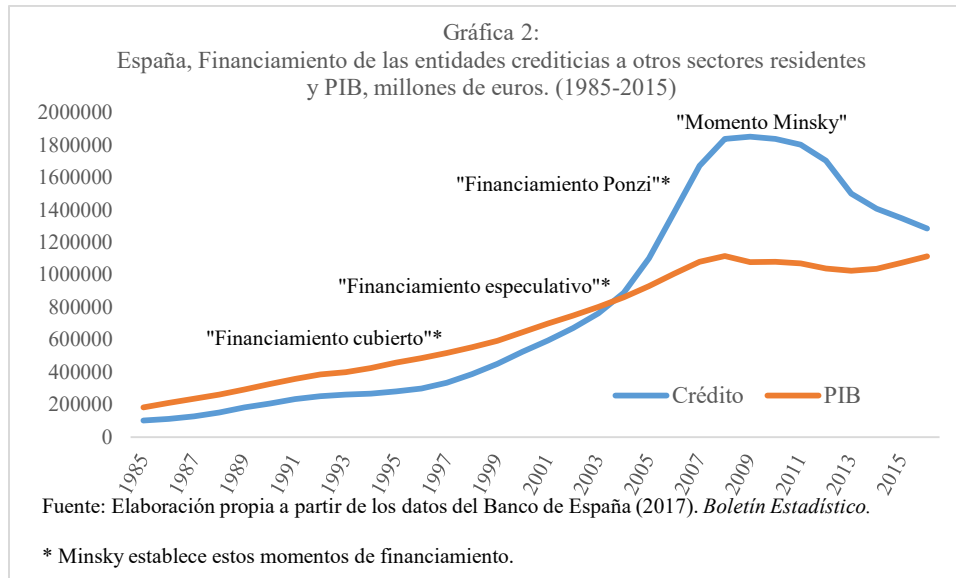
4.1 Crédito e inestabilidad financiera: un análisis desde la perspectiva de Minsky

La evolución del sistema financiero español, desde la crisis de 1977-1985, tuvo efectos significativos en la manera en que las principales entidades crediticias reconfiguraron la composición de sus activos y los enfocaron hacia el sector inmobiliario e hipotecario. La

propuesta de este trabajo es preguntarse acerca de la relevancia de las aportaciones de Minsky para el caso español y cuáles son los principales elementos que podemos encontrar que puedan darnos luz sobre las condiciones de inestabilidad de sus circuitos crediticios. En tal caso, la intención no es responder positiva o negativamente si hubo o no un momento Minsky, sino buscar una definición propia para España y hacer una comparación entre la discusión que se ubica en EUA y las diferencias con el caso español. Lo que nos sirve para resaltar la particularidad y la relevancia de éste último⁴⁰.

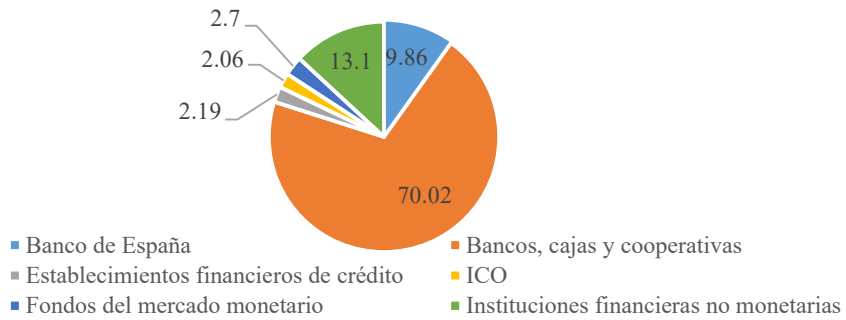
En este sentido, se buscan analizar los principales elementos que tuvieron un mayor nivel de participación en el impulso del crecimiento crediticio del sistema financiero español, sobre todo, entre 2004 y 2009. En la gráfica 2 se puede ver el volumen de financiamiento de las entidades crediticias a otros sectores de la economía local en millones de euros y, por otro lado, el PIB nominal entre 1985 y 2015. De 1985 a 2003, el PIB superaba el nivel del crédito. En este último año hubo una diferencia de 41,019 millones de euros. Para el año siguiente el crédito se situó por encima del PIB y hubo una brecha de 28,704 millones de euros. A partir de ese año el acelerado asenso del crédito marcó una etapa de auge crediticio. ¿Cómo fue que se mantuvo ese nivel de crédito y endeudamiento por tanto tiempo? A diferencia de otros países de la zona euro, en España el coeficiente del crédito/PIB se mantuvo por encima del 150 por ciento entre 2006 y 2012 (Valverde & Fernández, 2015: 5).

⁴⁰ La inestabilidad del sistema financiero de 2007 en EUA dio pie al uso de este término por George Magnus (2007). Numerosos artículos y trabajos posteriores discutieron el momento Minsky.



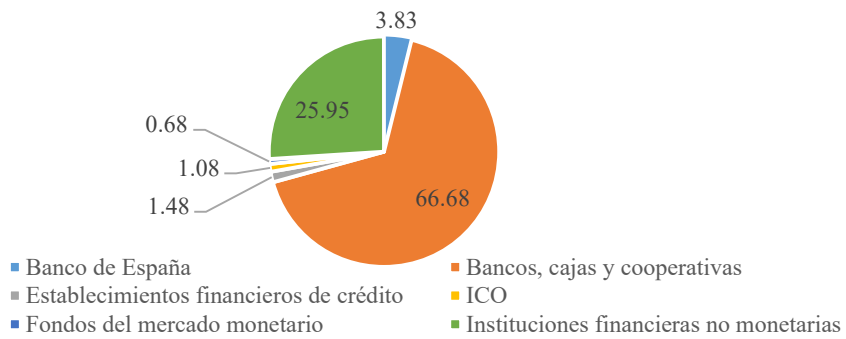
El acelerado crecimiento del crédito está íntimamente ligado con la forma en que las principales entidades integrantes de los circuitos crediticios operaron durante esos años. El comportamiento de la ganancia del sector bancario fue uno de los principales elementos que podemos ubicar para analizar el acelerado crecimiento de los recursos de financiamiento a partir de 1995. Como se muestra en la gráfica 3, en 1994 el principal integrante del sistema financiero español lo conformaron las entidades de crédito (bancos, cajas y cooperativas) con un 70 por ciento de participación sobre los activos totales. En segundo lugar, con un 13 por ciento de participación se ubicaban las instituciones no monetarias, éstas se refieren a los intermediarios financieros que operan dentro del mercado de capitales como son los operadores de bonos, valores, auxiliares financieros, entre otros. En la gráfica 4, se puede notar que en 2008 éstos últimos aumentaron su participación y se situaron alrededor de un 25 por ciento sobre los activos totales. Esto indica una expansión en el volumen de actividad de intermediación financiera, lo que no forzosamente se tradujo en un incremento del crédito para la expansión de las capacidades productivas, en particular, de la inversión industrial, lo que afectó, negativamente, el nivel de demanda agregada.

Gráfica 3:
España, principales integrantes del sistema financiero, porcentaje sobre el total de activos financieros. (1994)



Fuente: Elaboración propia a partir los datos del Banco de España (2017). *Boletín Estadístico*.

Gráfica 4:
España, principales integrantes del sistema financiero, porcentaje sobre el total de activos financieros. (2008)



Fuente: Elaboración propia a partir los datos del Banco de España (2017). *Boletín Estadístico*.

Sobre eso último, podemos afirmar que en España han existido distintas etapas a lo largo del desenvolvimiento económico y, a su vez, distintas fases del ciclo. Esto implica que la evolución de la tasa de crecimiento del PIB estuvo determinada por la participación de

distintos componentes de la demanda agregada como se muestra en la tabla 3. Podemos notar que a partir de 1961 hasta 1976, el principal componente que contribuyó al crecimiento fue la demanda interna y, en particular, el consumo del sector privado. Posteriormente, la profundidad de la crisis bancaria de 1977-1985 afectó a todas las variables en su conjunto. En los años siguientes, se puede observar que el consumo privado fue un componente importante de la demanda en su contribución al crecimiento del PIB.

Tabla 4. Crecimiento real del PIB en España (en porcentaje) y contribuciones al crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada (en porcentaje), 1961-2015, promedios cíclicos.

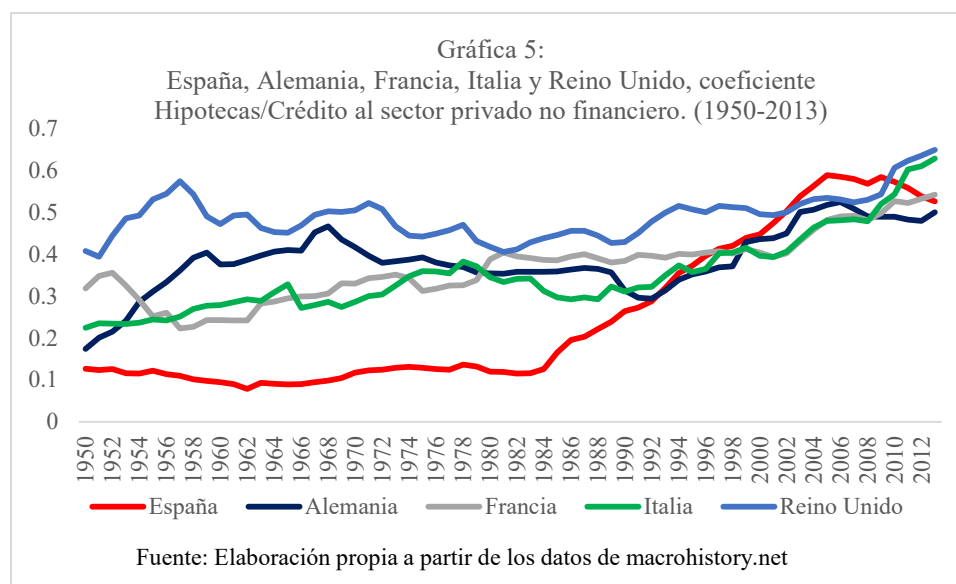
	1961- 1966	1967- 1971	1972- 1976	1977- 1985	1986- 1992	1993	1994- 1999	2000- 2003	2004- 2008	2009	2010- 2013	2014- 2015
Tasa de crecimiento cíclica (promedios en porcentaje)	8.26	5.75	5.08	1.4	3.71	-1.03	3.38	3.84	3.19	-3.57	-1.41	2.29
<i>Contribuciones al crecimiento del PIB de:</i>												
Demanda interna, incluidas las existencias	9.46	5.26	5.98	0.56	5.04	-3.43	3.67	4.20	3.89	-6.36	-2.96	2.60
Consumo privado	5.63	3.80	3.76	0.42	2.45	-1.17	1.75	2.03	1.67	-2.05	-1.27	1.31
Consumo público	0.59	0.40	0.68	0.52	0.96	0.47	0.41	0.71	1.00	0.78	-0.28	0.16
Formación bruta de capital fijo	2.69	1.27	1.34	-0.19	1.52	-2.04	1.41	1.55	1.18	-4.93	-1.33	0.93
Cambios en inventarios y adquisiciones menos cesiones de objetos de valor	0.56	-0.21	0.20	-0.20	0.12	-0.69	0.10	-0.08	0.05	-0.15	-0.08	0.21
Balanza de bienes y servicios	-1.39	0.49	-0.90	0.85	-1.33	2.40	-0.29	-0.36	-0.70	2.78	1.55	-0.31

Nota: Cada inicio del ciclo económico está dado por un mínimo local de crecimiento anual del PIB real, los periodos 1961-1966, 1967-1971, 1972-1976 no son ciclos completos, algunos años se toman por separado debido a su peculiaridad, como sucede en el caso de 1993 y 2009

Fuente: Elaboración propia a partir de la Comisión Europea, base de datos AMECO (2017)

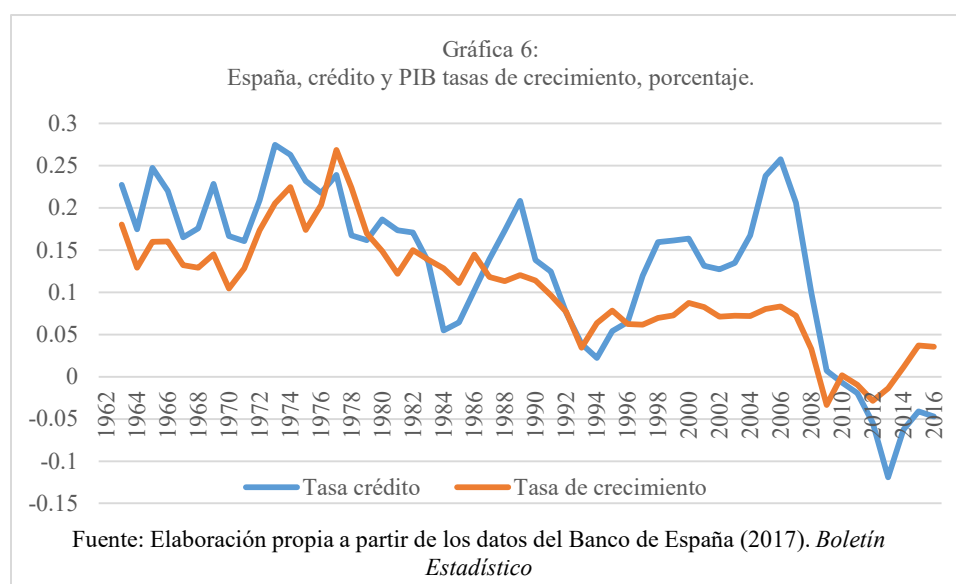
Otro elemento que también se puede notar en esta misma tabla es que cada periodo de bajo crecimiento económico fue precedido por otro de expansión económica o de estabilidad. Esto

último fue uno de los principales elementos que Minsky incorporó en su esquema teórico, el cual señalaba que los periodos de estabilidad conducen a etapas de inestabilidad financiera. Precisamente, esta es una de las discusiones en los últimos años acerca de la relevancia de los trabajos de este autor y su acercamiento a la explicación de las crisis financieras de la actualidad. Entre ellas, la crisis económica española y la expansión del crédito hipotecario. Como se muestra en la gráfica 5, se puede notar el crecimiento acelerado de este tipo de crédito respecto de otros países como Alemania, Francia, Italia y Reino Unido. El periodo posterior a la crisis de 1977-1985 estuvo marcada por una época de grandes cambios como la firma del Acta Única Europea (1986) en la que, entre otras cosas, se liberalizaron los movimientos de capital entre los países europeos. Con la firma del Tratado de Maastricht en 1992, se le otorgó plena libertad a los movimientos de capital de Europa con el resto del mundo. Estos dos acontecimientos pusieron en marcha una serie de cambios dentro de los circuitos financieros europeos, entre ellos, al de España.



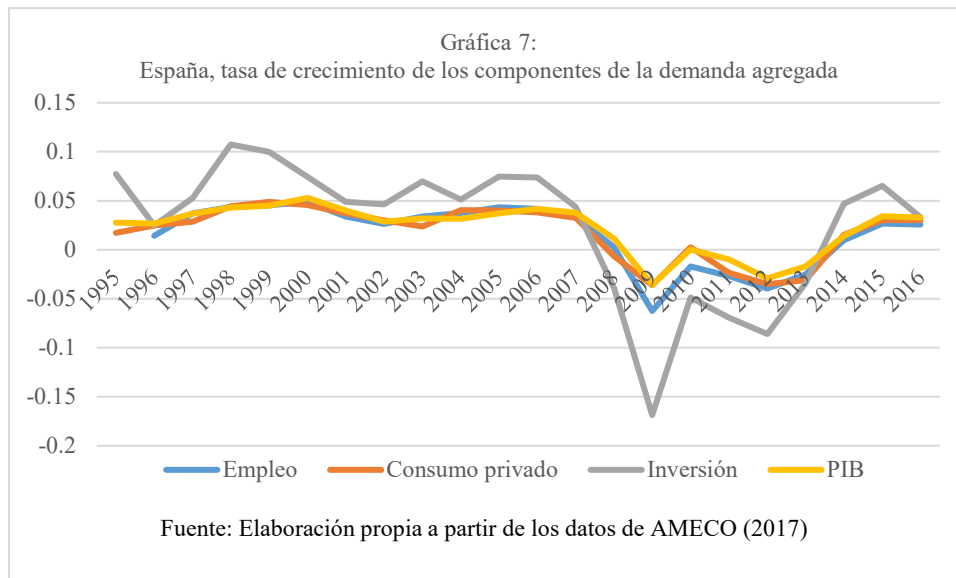
Gran parte de la explicación de la expansión crediticia se le puede atribuir al acceso de liquidez de las entidades bancarias, por su vinculación con los mercados de capital a nivel mundial. Sin embargo, existen elementos que se originaron dentro de España y que pueden distinguirse del resto. En este sentido, las categorías analíticas de Minsky ofrecen una serie de elementos capaces de aportar una explicación del acelerado crecimiento del crédito por encima del PIB y que además fue capaz de sostenerse por tantos años.

Existe una discusión en torno a la aplicación del concepto del “momento Minsky” y su vinculación con hechos reales dentro de la crisis financiera de las hipotecas subprime en 2008 en EUA. Por un lado, Whalen (2007: 4) afirma que la crisis en ese país se relaciona con una contracción crediticia o *credit crunch*. Lo define de la siguiente forma: “Un credit crunch es una condición económica en la que los préstamos y el capital de inversión son difíciles de obtener. En ese período, los bancos y otros prestamistas desconfían de emitir préstamos, el precio de los préstamos aumenta, a menudo hasta el punto de que las negociaciones simplemente no llegan a concretarse.” Esto implica una súbita caída del crédito y la inversión, a partir de ello el prestamista de última instancia actúa para sostener el financiamiento y estabilizar la economía. En el caso de España, la contracción crediticia se puede notar en la gráfica 6. A partir de 1996 se muestra que la tasa de crecimiento del crédito estaba por encima de la del PIB. La caída marcada de ambas variables inicia en 2006 y en 2013 la tasa del crédito cae en terreno negativo al igual que el PIB.

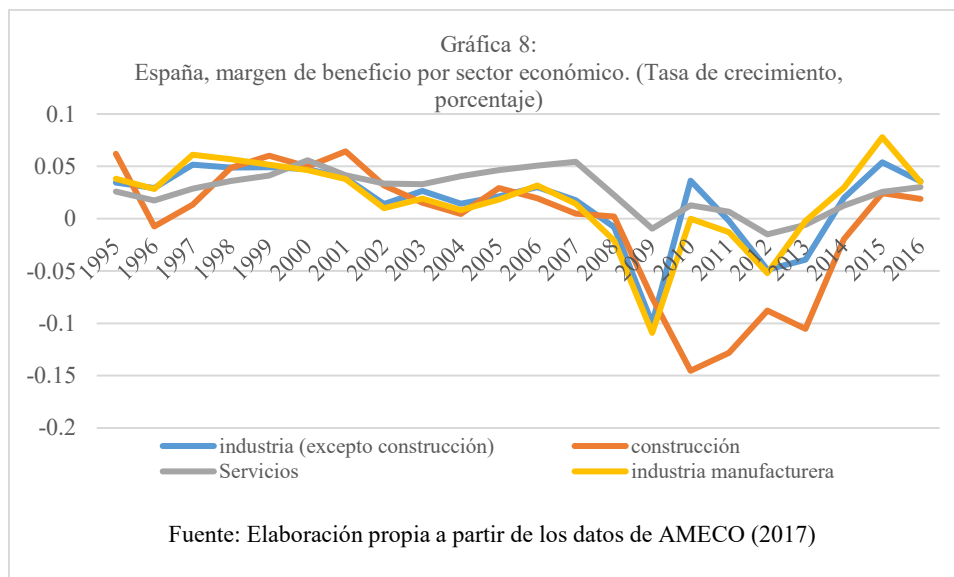


La disminución de la tasa de crecimiento del crédito entre 2006 y 2008 tuvo efectos adversos sobre los principales componentes de la demanda agregada. En la gráfica 7 están las tasas de crecimiento tanto del PIB, como del empleo, la inversión y el consumo privado. A partir de 2006 hay una disminución de la tasa en la formación bruta de capital fijo hasta tocar fondo en -0.16 por ciento, muy por debajo del PIB, el consumo privado y el empleo. Tal como lo afirman Medialdea y Sanabria (2016: 206) el principal factor de crisis fue endógeno y estaba

relacionado con un credit crunch o contracción del crédito. La acelerada disminución de la inversión estuvo relacionada con la necesidad de financiamiento de los principales sectores institucionales.



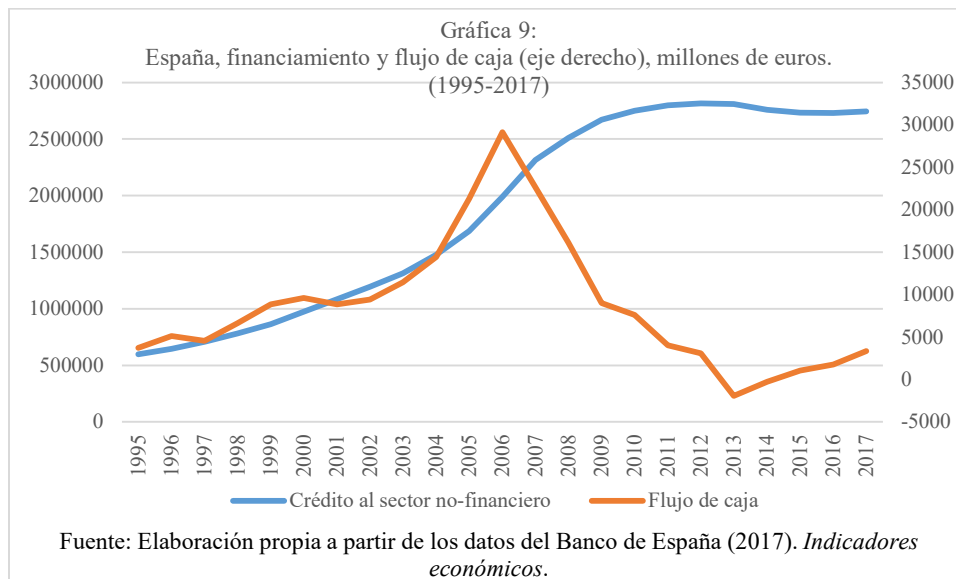
El bajo impulso de la demanda también se refleja en el desempeño de los márgenes de beneficio de los principales sectores económicos. En la gráfica 8 se toma en cuenta la ganancia medida en valor añadido por sector económico (industria, excluyendo la construcción, las manufacturas y servicios). La disminución del crédito entre 2006 y 2008 se vio reflejada en la disminución de los márgenes de beneficio a partir de 2008. El sector de la construcción fue el más afectado por este hecho, de tal forma que fue el que más disminuyó y se colocó en un -14 por ciento del resto de los sectores en 2010.



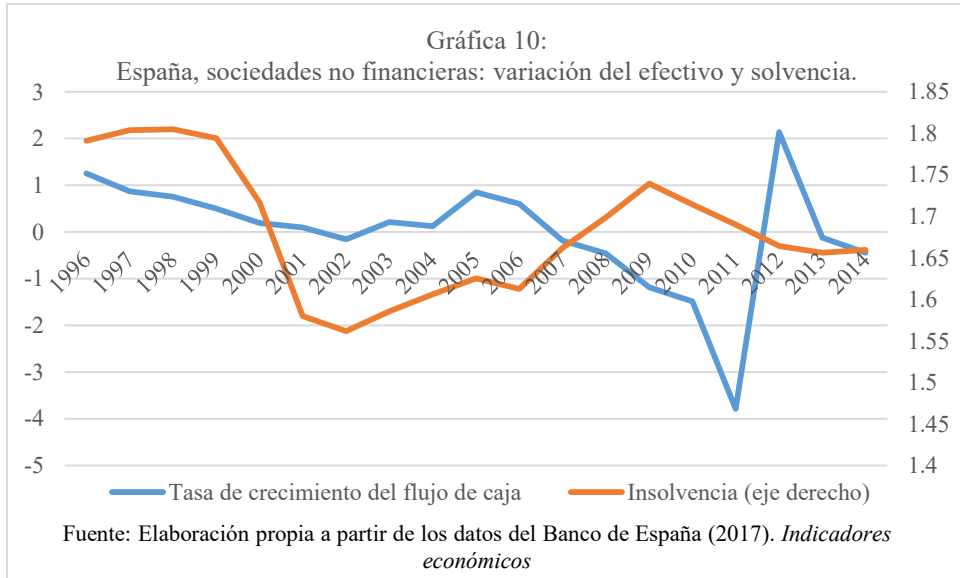
En este sentido, como se puede ver con los datos disponibles, podríamos decir que hubo un momento Minsky en la contracción crediticia en 2006-2008, con sus respectivas consecuencias⁴¹. En el caso de España, el proceso de titulización no se dio en un mercado de capitales tan complejo como el norteamericano, se trató más bien de un esquema considerado como tradicional, en el sentido de que no se basaba en un modelo de *originar para distribuir*. Esto tiene la implicación de que era el mismo sector bancario el que se encargaba de la emisión de dichos instrumentos y, por lo tanto, podía por sí mismo evaluar la calidad de los préstamos, de tal forma que para el emisor del instrumento (en este caso el banco) no era difícil u opaco conocer las condiciones en las que se encontraba el subyacente (Catarineu & Pérez, 2008: 100). Gran parte del problema fue que no se tenían instrumentos de regulación que se les exigiera a los bancos a informar acerca de la valoración de sus activos en sus carteras. El endeudamiento podía crecer hasta donde los mismos bancos creaban una situación de insolvencia. Esta fue la razón por la que posteriormente estos instrumentos eran

⁴¹ Sin embargo, desde otro punto de vista, Paul Davidson (2008) afirma que un momento Minsky se da cuando una economía se mueve de un esquema cubierto a uno especulativo y finalmente a uno Ponzi. Es este último el más frágil, desde el punto de vista financiero, porque el flujo de caja no es suficiente para pagar sus obligaciones futuras y requiere de la emisión de un nuevo título de deuda, de tal forma que tampoco es suficiente y requiere de un segundo y un tercero para poder refinanciarse. Llega un punto en el que la emisión de títulos sobre un mismo colateral forma un esquema piramidal (título de deuda sobre otro) esto crea un gran colapso del esquema piramidal, de tal forma que se obtiene un momento Minsky. De acuerdo con el autor en EUA las personas que obtenían un crédito hipotecario no podían tener acceso a un segundo financiamiento con un segundo título. Es decir, que el esquema piramidal Ponzi no se dio; más bien fue una crisis de solvencia y de liquidez que involucró a inversionistas, fondos y bancos, entre otros que se encontraron en una situación de insolvencia una vez que el valor de los activos colapsó. Esto tampoco sucedió en España.

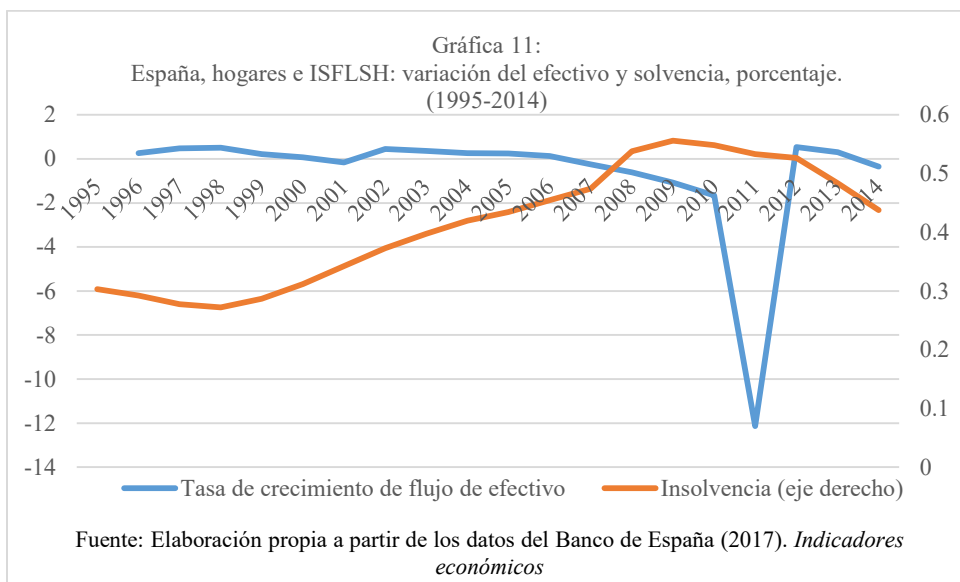
recomprados por un fondo de titulización hipotecaria, de tal forma que fue difícil rastrearlos porque muchos fondos desaparecieron o más bien fueron liquidados de manera anticipada. Como se ve en la gráfica 9, el crédito al sector no financiero en millones de euros (promedio anual) y el flujo de caja en el eje derecho, muestran que la acelerada expansión crediticia se dio hasta 2006, año en que los flujos de efectivo fueron disminuyendo hasta quedar en valores negativos en el año 2013.



Si tomamos en cuenta lo que sucedió con las corporaciones no financieras en términos de liquidez y solvencia, tenemos la gráfica 10. En ella se muestra la tasa de variación de su flujo de caja y la insolvencia, entendida como la diferencia del valor de los pasivos con los activos. Esto implica que el aumento de esa variable se refleje en un aumento del valor de los pasivos. A partir de 2007, la tendencia de los corporativos no financieros a la falta de liquidez e insolvencia es evidente, el flujo de caja pasó de -0.45 en 2008 a -3.78 en 2011. Mientras que el coeficiente de insolvencia fue de 1.73 en 2009.

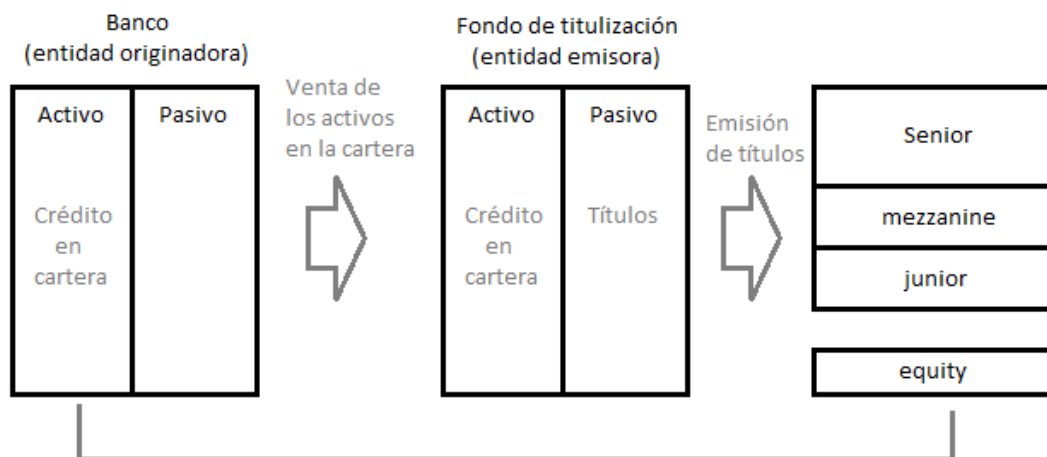


Por otro lado, los flujos de efectivo de los hogares y la insolvencia están representados en la gráfica 11. Desde 1995 los pasivos respecto a los activos fueron en aumento como se puede notar, sobre todo, a partir de 2008, mientras que la tasa de liquidez de los hogares fue disminuyendo en ese mismo año hasta decrecer y colocarse en un -12 por ciento en 2011. Lo que representa un elevado endeudamiento y una necesidad de refinanciamiento, dado que los flujos de caja de ese momento no permitían afrontar el pago sobre las obligaciones. Para Minsky, un saldo negativo de los flujos de caja representa el estado de un financiamiento Ponzi.



De esta forma se puede afirmar que, en el caso de España, no hubo un esquema piramidal sobre las emisiones de títulos como lo plantea Paul Davidson sobre el momento Minsky. Lo más parecido a un esquema de ese tipo fue la titulización de las cédulas hipotecarias, un ejemplo que se puede ver en la figura 6, en la que los bancos creaban un activo, en este caso el bono hipotecario. Posteriormente, este instrumento se vendía a un fondo de titulización para que se encargara de emitir y colocar en el mercado distintos tramos. Una parte de éstos (*equity*) se mantenía sobre la base de activos que los bancos tenían en sus carteras. De tal forma que la cédula hipotecaria, en caso de no ser vendida a un tercero, el mismo banco asumía, de manera directa, el riesgo de impago. Mientras que al venderlo al fondo podían sacar esos activos riesgosos de sus balances. En tal caso, mediante la titulización, el riesgo ya no la asumía el banco, sino el inversionista directamente con el deudor hipotecario.

Figura 7: titulización de activos en España

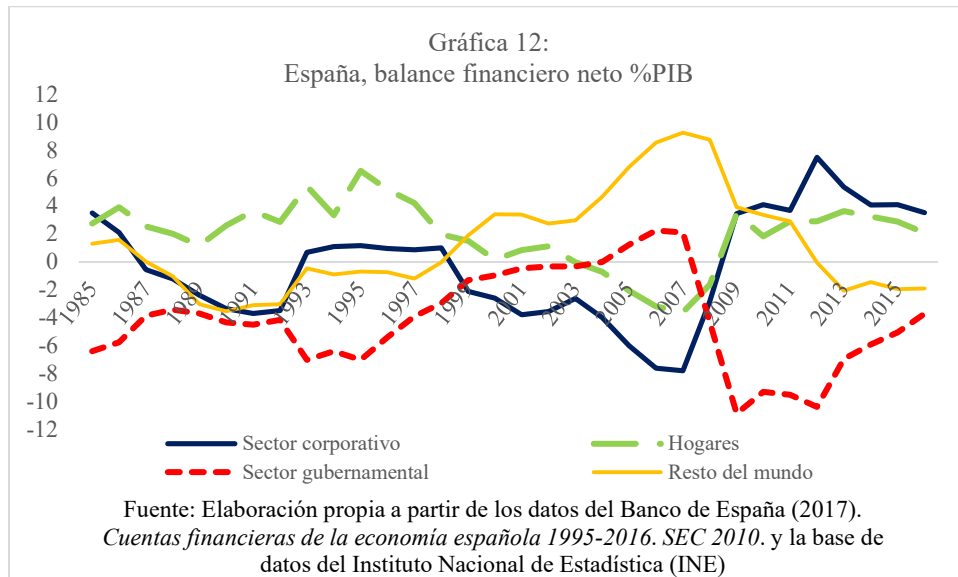


Otro punto de vista del momento Minsky es el que plantean Bellofiore y Halevi (2011: 8) donde discuten que se requiere una reinterpretación de la hipótesis de la inestabilidad financiera. Sobre todo por la interpretación histórica que hacen sobre un “nuevo capitalismo” donde el sector financiero empieza a ganar protagonismo con las reformas de los sistemas financieros en la década de 1980, y se dan ciertos cambios en la economía norteamericana que requieren ser incorporados a la perspectiva de Minsky. Uno de los elementos señalados por los autores es el doble déficit en EUA (comercial y fiscal). Durante la etapa del gobierno de Clinton en que se buscó un superávit fiscal, los corporativos del sector no financiero se convirtieron en prestamistas de los mercados de capital y fue el consumo el principal motor

de crecimiento de la demanda agregada. Posteriormente, en 2001 el gasto militar fue el que sustituyó esta última función. Con el tiempo fue el consumo respaldado por deuda el que se encargó de impulsar a la economía norteamericana. De esta forma, el crecimiento a partir de un estancamiento de los salarios y ganancias fue impulsado por el crecimiento de la deuda. Tomando en cuenta todo lo anterior, podemos afirmar que el aspecto más importante fue la deuda como medio para impulsar el aumento de los precios de los activos y las acciones. Sin embargo, la inflación de activos, provocada por el aumento de la deuda, superó a las ganancias. Gran parte de este mecanismo fue impulsar este sistema a partir de reorientar el crédito a la vivienda.

Tomando en cuenta lo anterior, en el caso de España, podemos analizar la situación de los balances financieros como porcentaje del PIB en la gráfica 12. En los años anteriores a la adopción del euro en 1999, se puede notar el déficit fiscal y cómo se relaciona con el saldo positivo de los otros balances, en particular, con el saldo positivo de las familias. Sin embargo, al buscar perseguir el superávit presupuestal con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, considerado dentro del Tratado de Maastricht, se puede ver que tanto el sector de los hogares y los corporativos (financieros y no financieros) caen en saldo negativo, por lo que ambos se convierten en financiadores del superávit gubernamental. El problema es que para la sostenibilidad del ingreso nacional requieren cubrir ese saldo con deuda. Gran parte de ese proceso se dio a través de un consumo respaldado por deuda y enfocado al sector inmobiliario e hipotecario así como de la industria de la construcción. Por otro lado, el saldo positivo del resto del mundo significa que España durante esa etapa se convirtió en un importador neto. Esto se explica por la entrada masiva de flujos financieros del exterior que llegaron a colocarse en los déficits del sector corporativo. Lo anterior explica el aumento del crédito por encima del PIB, el cual se produjo por una gran cantidad de medios de pago proveniente de las economías centrales de la eurozona. Todo cambió con el estallido de la crisis hipotecaria: desde 2007 se puede notar un cambio en la tendencia. En primer lugar, una disminución del saldo externo, por lo que hubo una caída de las importaciones, debido al sobreendeudamiento de los hogares y la disminución del ingreso disponible, seguido de un aumento del déficit público. El saldo positivo de los hogares y corporativos era necesario para superar la crisis, pero el resultado fue inesperado: el saldo positivo de las corporaciones superó al de los hogares y es que gran parte del saldo de las empresas es retención y

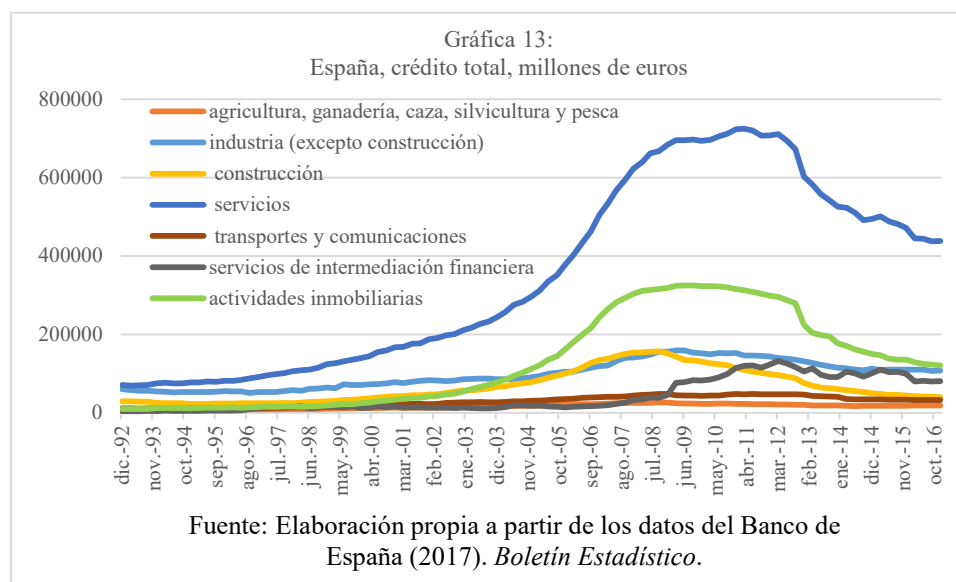
distribución de ganancias, mientras que el saldo positivo de los hogares representa ahorro. Este último componente no creció como se esperaba debido a la fuerte caída del ingreso, lo que se reflejó en un bajo nivel de ahorro de las familias en los años posteriores al estallido de la crisis.



Además de lo mencionado anteriormente, existe otra diferencia entre la evolución de algunos de los circuitos financieros a nivel mundial. En su hipótesis de inestabilidad financiera, Minsky considera el ciclo de la inversión y se enfoca en la problemática de la deflación del precio de los activos, y de la disminución de la inversión y del ingreso. El punto que difiere con el caso actual es que no considera la disminución de los precios de la vivienda. Consideró el problema del inversionista y el banquero, no del consumidor con el banco. Este es el argumento que menciona Dymksi (2009: 240) sobre la necesidad de modificar algunos supuestos del modelo de Minsky. En primer lugar, nos menciona que desde 1980 ha evolucionado el acceso al crédito en sectores de la población donde antes no llegaba debido a que pertenecían a niveles de bajos ingresos. Otro aspecto fueron los cambios en la cuenta corriente y financiera de EUA desde 1990 que ha permitido la entrada de flujos de liquidez. Y, por último, una distinción entre los balances de las entidades bancarias y no bancarias, que para Minsky son iguales.

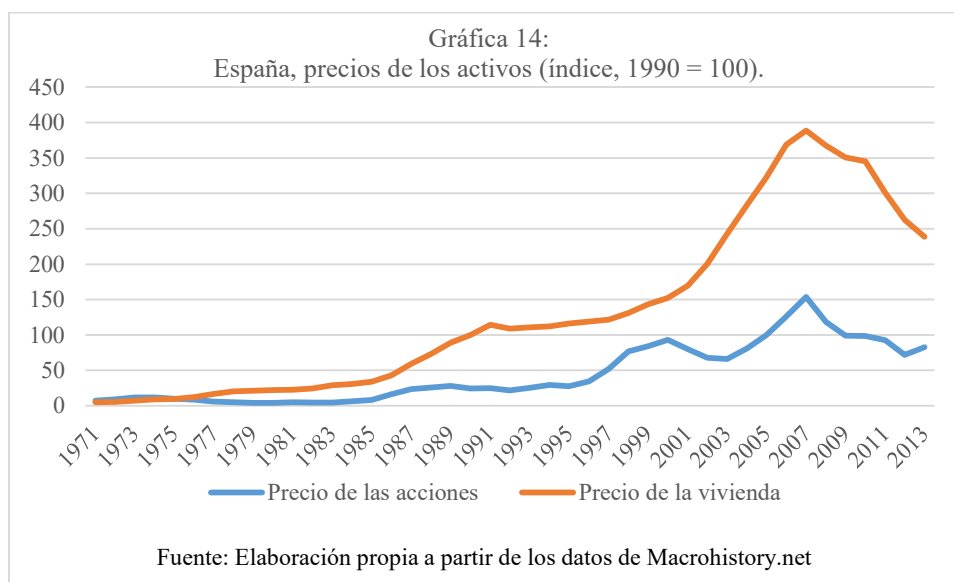
En el caso de España es claro que gran parte del incremento del crédito se enfocó al sector hipotecario y servicios. El auge de éste último se debe a la tercerización de la economía. Si

tomamos la gráfica 2 y descomponemos los datos del crédito y los dividimos por sectores económicos, tenemos la gráfica 13. En ella se muestran los principales sectores a los que se le otorgan mayores recursos de financiamiento. En la primera posición se encuentra el sector servicios. Algo que llama la atención es que entre 1994 y 2003 el segundo lugar lo ocupa el sector industrial (sin contar a la construcción). Sin embargo, a partir de junio de 2004 la tendencia cambia: el financiamiento hacia el sector inmobiliario rebasa al de la industria, esto es a lo que se refiere Dymiski cuando menciona que Minsky no considera este aspecto. Ese año coincide con la expansión crediticia de 2004 en el que el financiamiento total en millones de euros rebasó al PIB (gráfica 2). Como en el caso de EUA, en España también se dio una expansión del crédito a la vivienda, sólo que fue motivada principalmente por las entidades crediticias del sistema financiero: bancos y cajas (Valverde & Villarroya, 2010: 5).



Una diferencia con el argumento de Dymiski es que en el caso de España, a diferencia del caso de EU, los bancos continuaron siendo las entidades que principalmente motivaron la expansión crediticia respecto a otros que pertenecían al mercado de capitales. Gran parte de la transformación de las finanzas a nivel mundial fue el surgimiento de nuevos agentes de intermediación financiera que se les denominó como los “no bancos” o en otros casos, se mencionó que pertenecían a un sistema financiero paralelo. Tal argumento puede encontrarse en Minsky como el capitalismo de los administradores del dinero. En España esta etapa puede ubicarse en el periodo posterior a la crisis de 1977- 1985 donde la expansión del crédito sirvió

para aumentar los precios de los activos, durante la etapa de recesión, más que los problemas de solvencia, los flujos de efectivo disminuyeron hasta alcanzar un nivel negativo. Lo que da cuenta de la situación Ponzi en la que se encontraron. Otro de los elementos importantes que considera Minsky es que el aumento del precio de los activos aumenta hasta el punto de que el valor de los mismos es insostenible. Esto puede verse en la gráfica 14. Desde 1985 hay un ascenso del precio de la vivienda. A partir de 2007 se da una caída de esta variable. Mientras que el valor de las acciones no tuvo un papel significativo respecto del precio de la vivienda. Desde la perspectiva de Minsky la búsqueda de la estabilidad pasaría por dos pilares fundamentales de la política económica: El gobierno grande y el prestamista de última instancia.



La búsqueda de la estabilidad del sistema financiero español, por la crisis de 2008, tuvo aspectos particulares debido a la adopción del euro y lo que implican los tratados firmados, así como de la desregulación de los flujos de capital y la libertad con la que la banca operó. Desde la óptica de Minsky el gobierno grande es uno de los pilares de la estabilidad porque un gasto público en inversión tiende a mejorar las condiciones del ingreso disponible de los hogares y aumenta la inversión privada. Esto tiene el efecto de aumentar los flujos de efectivo de toda la economía y elevar las expectativas de ganancia; pero, sobre todo, porque la deuda pública está libre de impago en un sistema como el de EUA, donde el Sistema de la Reserva Federal (FED) se encarga de garantizar la validez de las emisiones de valores

gubernamentales, esto es un aspecto fundamental porque es prestamista de última instancia para el gobierno. Precisamente éste último es el otro pilar: el banco central es crucial para estabilizar los flujos crediticios dentro del sistema financiero mediante la compra de activos. Esto lo hace con el objetivo de evitar un mayor colapso de los precios de los activos. En la práctica, un banco central como la FED es capaz de asignar un valor a los activos anotando el precio en sus pasivos. La validez de éstos últimos dependerá de la capacidad del gobierno de recaudar los impuestos necesarios que le otorguen valor a esos pasivos del banco central. (Minsky, 1986: 55)

El crédito hipotecario en España fue, en su mayoría, provisto por las cajas de ahorro como se puede notar en la Tabla 4 donde el número de hipotecas otorgadas por éstas rebasa el de la banca comercial entre 2003 y 2010; en 2006-2007 el número de hipotecas alcanzó su máximo número al superar el millón y el de los bancos comerciales, apenas rebasó el medio millón en esos años Sin embargo, las variables disminuyeron hasta que en 2011 la banca comercial superó a las cajas de ahorro y desde ese momento, el número de hipotecas se fue reduciendo hasta llegar a cero.

Tabla 5. España, número de hipotecas por entidad que concede el préstamo (2003-2017)

Año	Banco	Caja de ahorro	Otras entidades
2003	522,014	708,964	126,247
2004	629,471	824,614	154,340
2005	641,877	964,528	192,194
2006	624,520	1,061,016	210,979
2007	561,492	1,058,509	160,626
2008	443,692	713,127	126,555
2009	396,011	571,575	115,001
2010	360,091	493,858	106,999
2011	274,404	287,814	89,541
2012	326,317	55,836	74,612
2013	249,216	15,482	62,280
2014	259,922	0	55,613
2015	319,712	0	52,269
2016	353,069	0	47,804
2017	381,209	0	47,873

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE (2018). *Estadística de Hipotecas*

El Banco de España en su *Informe Anual* (2006: 40) expresó que gran parte del aumento de los precios dentro del sector hipotecario se debió a una “expansión demográfica”. Por el lado de la demanda hubo, durante muchos años, una tendencia al alza del crédito. En el sector de la vivienda en América Latina, las inversiones de la banca comercial española tuvieron ganancias sostenidas durante el 2009, de tal forma que, al contrario de España, la inversión inmobiliaria en países como México fue rentable para los bancos españoles más grandes. Mientras que las cajas de ahorro en España fueron las más afectadas en este rubro (BBVA, 2009: 29-30). Por esa razón, se llevó a cabo el 28 de junio del 2009 la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el fin de sanear y fusionar las cajas de ahorro (Banco de España, 2009: 151)⁴². Así también, en ese mismo año, se implementó el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) para otorgar financiamiento mayorista a las entidades crediticias. Los mecanismos de saneamiento de las entidades se centraron en las fusiones y adquisiciones. La experiencia de las crisis del pasado y la que hizo implosión en 2007 dejó a lo largo del tiempo distintas entidades crediticias como mecanismos de contención de crisis como lo fueron el FGDEB, FAAF, el FGD, e incluso los mismos Presupuestos Generales del Estado (PGE). Durante este periodo, los recursos financieros otorgados para el rescate bancario sirvieron para que la banca comercial pudiera apropiarse del negocio hipotecario e inmobiliario y, de esta forma, arrebatarse a las cajas, uno de los negocios crediticios más rentables hasta el momento.

4.2 Tasa de interés y grado de monopolio

Gran parte del crecimiento del crédito por encima del PIB a partir de 2004, como se ve en la gráfica 2, puede verse también como una concentración de activos financieros. Se busca determinar en qué grado las entidades crediticias son capaces de capitalizar la rentabilidad del negocio de la deuda. Es decir, que todo el negocio involucrado en la concesión de crédito, principalmente a la vivienda, da lugar a fases de expansión y concentración de activos durante una fase del ciclo ascendente y otra descendente.

Desde el enfoque postkeynesiano, el flujo de crédito, que el sector bancario es capaz de crear, tiene un papel importante en los activos que generan las entidades crediticias. Esto es su principal medio para poder generar sus ganancias. Los bancos al igual que las empresas no

⁴² La fusión de las cajas de ahorro permitió que estas nuevas entidades se convirtieran en bancos comerciales. Mientras que las adquisiciones derivaron en la compra de las cajas ahorro por parte de la banca comercial.

financieras, buscan rentabilidad en su negocio. También, como sus similares, son capaces de producir activos, sólo que lo pueden hacer a partir de la creación de crédito y tienen que incurrir a ciertos costos de producción para poder hacerlo. Esto implica que los bancos son capaces de controlar el valor de sus activos en cartera controlando los precios a los que ofertan crédito.

Un corporativo no financiero determina el precio de oferta de sus productos tomando en cuenta sus costos primos y un markup⁴³. En el caso de una entidad crediticia, también considera un margen de ganancia de acuerdo al nivel de sus costos primos y fija el precio de oferta considerando un markup sobre sus ventas esperadas. De tal forma que la oferta y demanda de productos no tienen ningún papel relevante en la fijación de precios. Si una entidad crediticia posee una posición monopólica u oligopólica es capaz de ajustar sus precios al nivel de la ganancia esperada. En el caso de los bancos, fijan un precio de venta a través de su tasa de interés y al igual que los corporativos no financieros consideran ciertos costos de operación como son los salarios. Estos son sus costos primos, sin embargo, pueden también considerarse como costo el ratio de capital el cual está determinado de acuerdo a la calidad de sus activos. La clasificación impuesta por el Comité de Basilea se puede ubicar como el *Common Equity Tier 1 (CET1)*, *Tier 1*, *Tier 2* y *Capital Total*. Esto se refiere a un capital bancario retenido por el regulador. Sin embargo, si este coeficiente no cumple con el nivel asignado por la autoridad supervisora, los bancos tienen que recurrir al mercado interbancario en busca de financiamiento o a la adquisición de bonos gubernamentales. La tasa a la que se fondean es la tasa de referencia interbancaria que está determinada por el BCE y, a su vez, determina los costos primos de los bancos.

Las tasas de interés que los bancos asignan a sus créditos se fijan de acuerdo a una diferencia entre la ganancia esperada y el markup. El valor de los activos de los bancos lo determinan ellos mismos asegurando una cantidad sustancial de capital en su coeficiente determinado

⁴³ Kalecki (1973: 11), desde una perspectiva microeconómica, afirma que las empresas fijan sus precios de acuerdo a sus costos primos (costos de las materias primas y salarios) y un markup o margen de ganancia esperado. Éste último se refiere a un índice que permite determinar el precio de venta que permita pagar los costos primos y un margen de ganancia considerado en los ingresos brutos de la empresa. Si el precio de oferta es P y el margen de ganancia es k y los costos unitarios se determinan por u , tendríamos lo siguiente: $P = k(u)$. El markup es un multiplicador que se aplica sobre los costos primos, por ejemplo: si los costos de producción son alrededor de 20\$, con un markup de 1.7, el precio de venta sería de 34\$. Por lo que k podría ser un determinante del grado de monopolio que permite a los corporativos controlar sus márgenes considerando sus costos primos. En el caso de los bancos tendríamos lo siguiente: $i = k(u)$, donde i es la tasa de interés bancaria.

por el regulador o tenencia de bonos gubernamentales. Debido a que estos últimos pueden ser convertidos en activos líquidos en el banco central. De tal forma que los bancos toman en consideración estos componentes al momento de fijar la tasa a la que otorgan sus créditos. En la tabla 5 se muestra el margen de tasas de interés de los bancos. Entre 1994 y 2002 la relación se considera estable, pues se mantiene un mismo margen entre la tasa activa y la pasiva alrededor de dos puntos. Sin embargo, a partir de 2003 el diferencial pasa de 1.8 a 6.1 y se mantiene en ese margen en los años posteriores. Es decir, que los bancos son capaces de fijar la tasa de interés a la cual otorgan los préstamos y pueden fijarla tomando en cuenta sus costos primos y un markup.

Tabla 6. España, margen bancario de tasas de interés
(1994-2009)

	Tasa activa	Tasa pasiva	Diferencial de tasas
1994	8.95	6.70	2.25
1995	10.05	7.68	2.37
1996	8.50	6.12	2.38
1997	6.08	3.96	2.12
1998	5.01	2.92	2.09
1999	3.95	1.85	2.10
2000	5.18	2.95	2.22
2001	5.16	3.08	2.08
2002	4.31	2.50	1.81
2003	8.18	2.08	6.10
2004	8.06	1.96	6.10
2005	7.97	2.07	5.90
2006	8.73	2.75	5.98
2007	9.89	3.88	6.02
2008	11.02	4.63	6.38
2009	10.72	2.48	8.24

Elaboración propia con la base de datos del Banco Mundial (2017)

Para medir de una forma más precisa el markup bancario, se puede tomar la tasa que representa a los costos primos. Es decir, la tasa de interés a la que los bancos requieren fondearse para cumplir con los requerimientos del coeficiente de capital de las autoridades reguladoras. En el caso de España dicha tasa es el Euribor. La tasa de referencia es el instrumento primordial del BCE, el cual se acerca al precio o costo del fondeo bancario. La

otra tasa es la preferencial que determina la ganancia esperada. Es decir, la que se asigna a los clientes con un mayor grado de solvencia, lo que garantiza el pago de los préstamos bancarios; el diferencial de dichas tasas nos da un markup bancario. En la tabla 6 se muestra la información de la tasa de interés del BCE (TR) y las tasas preferenciales de bancos y cajas de ahorros (TPr). A partir de la relación TR/TPr se determina el markup para cada una de las entidades. Desde 2003 hay un incremento del markup de bancos y cajas de ahorro respecto de los años anteriores, lo que coincide con los resultados de la tabla 3 y explica, en gran parte, la capacidad monopólica de los bancos españoles de poder otorgar crédito y ajustar tasas de interés elevadas para incrementar el precio de sus activos. Con el estallido de la crisis en 2008, se puede notar que, para el siguiente año, el grado de monopolio bancario se incrementa y permite a los banqueros ajustar un margen mayor de markup a sus tasas de interés.

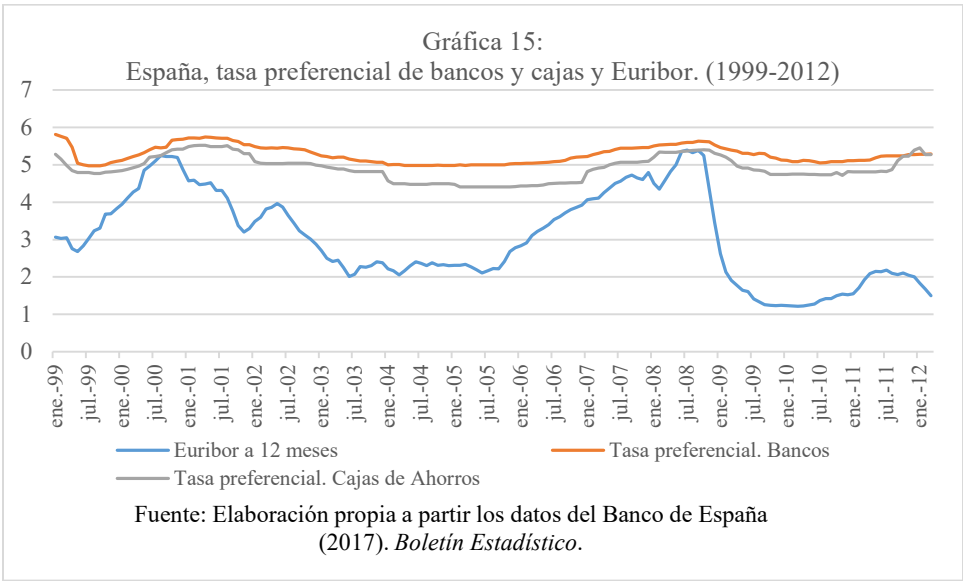
Tabla 7. Tasa de referencia, tasa preferencial y markup de bancos y cajas, 1999-2012

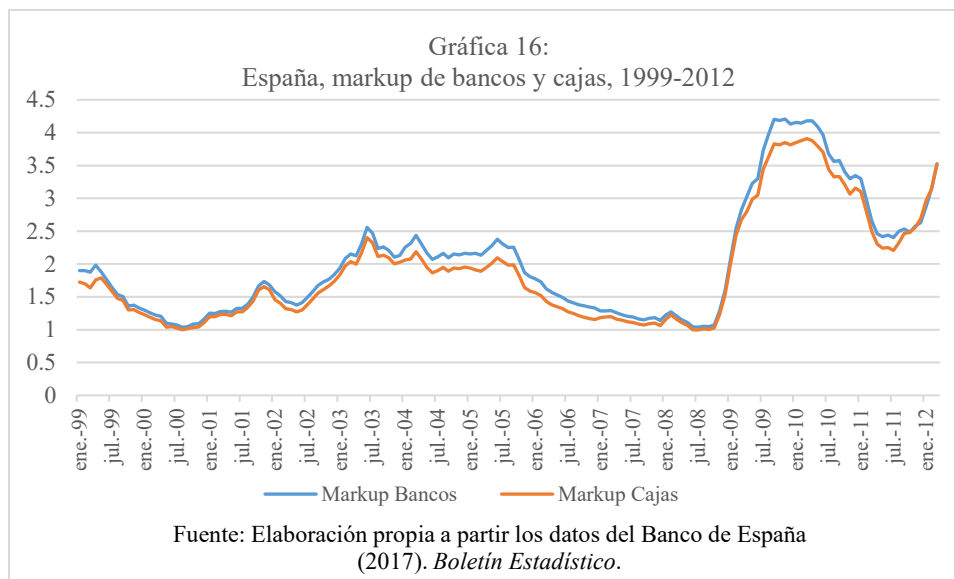
Año	Euribor a 1 año	Tasa preferencial. Bancos	Tasa preferencial. Cajas	Markup. Bancos	Markup. Cajas
1999	3.18	5.24	4.88	1.67	1.55
2000	4.78	5.41	5.16	1.14	1.08
2001	4.08	5.68	5.45	1.41	1.36
2002	3.49	5.42	5.04	1.57	1.46
2003	2.34	5.15	4.86	2.21	2.09
2004	2.27	4.99	4.49	2.20	1.98
2005	2.33	5.00	4.42	2.16	1.90
2006	3.44	5.10	4.48	1.50	1.32
2007	4.45	5.38	5.00	1.21	1.13
2008	4.81	5.57	5.34	1.18	1.13
2009	1.62	5.31	4.93	3.45	3.20
2010	1.35	5.09	4.75	3.80	3.54
2011	2.01	5.20	4.96	2.62	2.49
2012	1.67	5.28	5.33	3.18	3.21

Fuente: Elaboración propia a partir los datos del Banco de España (2017). *Boletín Estadístico*.

En la gráfica 15, se ponen los datos por mes de las tasas, con el objeto de mostrar las enormes brechas entre la tasa de referencia y las preferenciales que permitieron sostener los márgenes de ganancia bancaria con la disminución de la tasa de interés por parte del prestamista de última instancia. Mientras que en la gráfica 16 se muestran los markup de bancos y cajas de ahorro por cada mes entre 1999 y 2012. Entre agosto y septiembre del año 2000, hay un

incremento del margen bancario hasta julio de 2003, donde alcanza su punto más elevado en dicho periodo. A partir de ese momento, son los bancos comerciales quienes tienen una mayor capacidad de incrementar su margen de tasas de interés fijando el valor de sus activos y se puede notar una caída de ambas variables a partir de 2005 hasta el periodo de crisis en octubre de 2008. En los meses posteriores hay una marcada recuperación de las dos variables debido a las enormes operaciones realizadas por el prestamista de última instancia, enfocadas a incrementar o revalorizar el precio de los activos de los bancos en sus carteras y de esta forma evitar un colapso mayor. Gran parte del crecimiento del margen bancario de 2000 a 2003 se debe a la exposición de activos financieros de los bancos con el resto del mundo y, sobre todo por la disminución de las tasas de interés de referencia por cumplir los criterios de convergencia implementados con el Tratado de Maastricht.



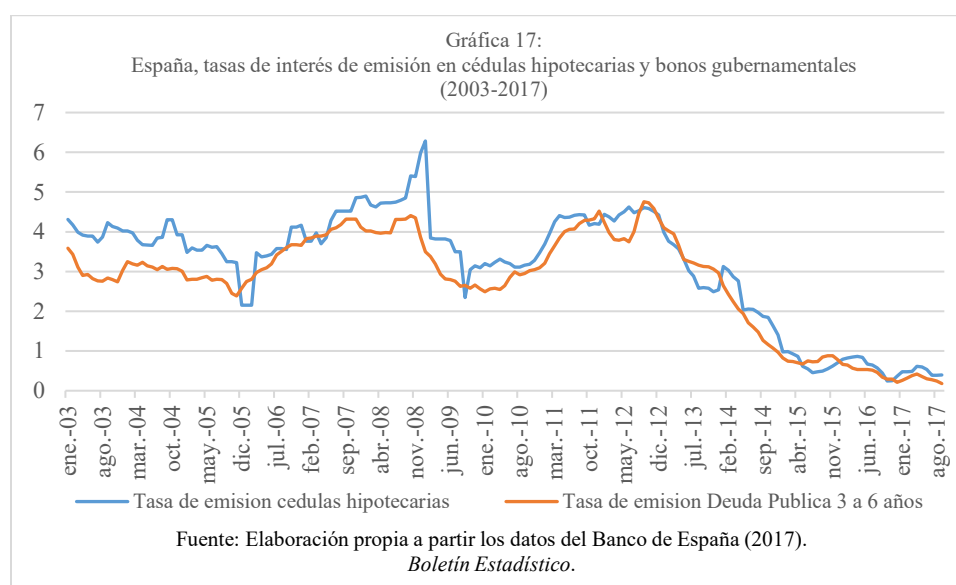


Uno de los momentos que más llaman la atención es el periodo posterior a la crisis. La tendencia del markup es incrementarse desde finales de 2008, lo que constata que cuando las condiciones de la tasa de beneficio no se desenvuelven en un entorno favorable, la tendencia por parte de los banqueros es buscar incrementar su rentabilidad rápidamente, como sucedió entre 2008 y 2009. Esto implica que los bancos buscan tener el control sobre su cartera de préstamos con el fin de evitar el colapso de sus activos. Como se mencionó anteriormente, uno de los principales problemas de la deflación de deuda, que explica Minsky, es el incremento artificial del precio de los activos hasta un nivel insostenible y, en ese punto, es cuando la economía entra en un periodo de deflación. En tal situación los flujos de efectivo de las empresas y los hogares no son suficientes para cumplir con sus compromisos de pago y la economía entra en un periodo de deflación.

Ahora nos vamos a enfocar en la tasa de interés que los bancos fijan a las cédulas hipotecarias, porque gran parte del negocio y de las formas de titulización se realizaron sobre ese tipo de instrumentos. La adopción del euro trajo consigo un proceso de integración financiera, lo que también se puede entender como liberalización y desregulación de los flujos de capital. Esto fomentó las expectativas optimistas de los inversionistas institucionales, de tal forma que buscaron incrementar su rentabilidad centrándose en el riesgo, sin tomar en cuenta el país al que pertenecían sus inversiones.

La convergencia de las tasas de interés de los países dentro del área de la moneda única fue resultado de una masiva incorporación de flujos de capital. Respecto al crédito, el proceso fue aún más profundo: las cédulas hipotecarias son bonos con garantías de la entidad financiera que emite el instrumento. Esto quiere decir que tienen una probabilidad de impago muy baja, casi igual al de un bono del tesoro. A diferencia de los otros métodos de titulización, donde el riesgo lo asume el comprador del título, en el caso de las cédulas, el riesgo lo asume la entidad emisora. Esto lo logra a través de garantizar el pago al inversionista con las cédulas de menor riesgo.

Como se observa en la Gráfica 17 se comparan las tasas de emisión tanto de cédulas hipotecarias y valores del sector público. Ambas variables tienen el mismo comportamiento. Sin embargo en ciertos momentos la tasa de las cédulas está por encima de la de los bonos públicos, lo que implica un mayor riesgo de impago de los instrumentos derivados de dichos bonos hipotecarios. Entre enero y febrero de 2009 son meses clave para entender el riesgo que se consolidó con el aumento de la tasa sobre las cédulas hipotecarias.



El modelo de las cédulas hipotecarias fue tomado del Pfandbrief alemán. Antes, los *bonos matador* de España eran atractivos para los inversionistas, debido a que buscaban las condiciones específicas de la peseta y la tasa de interés. Con la introducción del euro, este tipo de instrumentos dejaron de tener su atractivo y toda la atención se centró en las cédulas

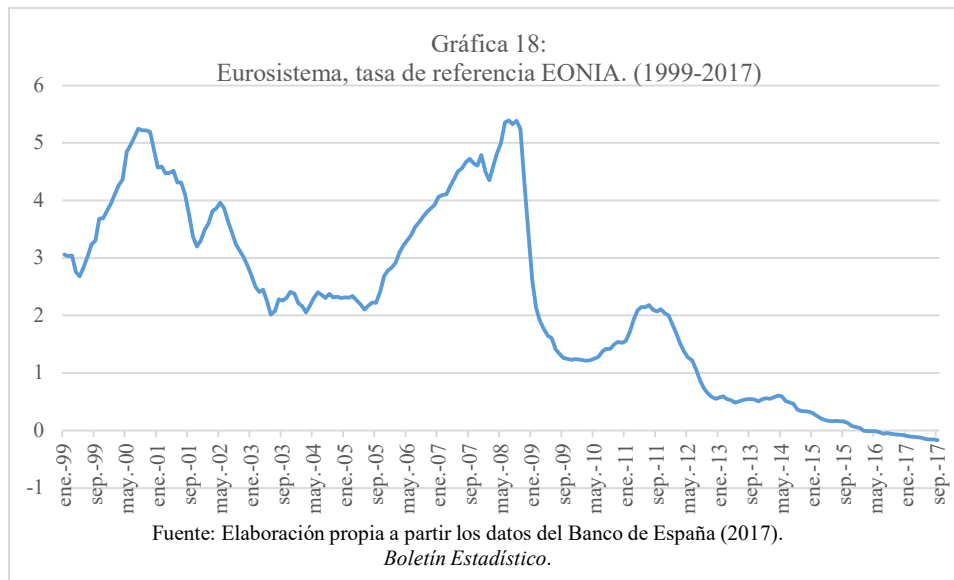
hipotecarias. Estas últimas promovieron el desarrollo del crédito, sobre todo, por las inversiones en bancos y fondos de pensiones alemanes.

El crédito se desarrolló en una red minorista, esto permitió que se pudiera garantizar el pago de las deudas. De tal forma que los emisores de cédulas pudieron garantizar las nuevas emisiones concediendo nuevos créditos. La tasa de emisión de cédulas se fijaba a 10 puntos a partir del Euribor y para conceder el préstamo hipotecario se hacía sobre el Euribor también más 50 puntos.

4.3 Balances financieros, carry trade y financiarización

Esta parte se enfoca en el análisis de los balances de los circuitos crediticios con el resto del mundo y la función del prestamista de última instancia del BCE, como parte de la explicación del crédito y sus sostenibilidad por encima del PIB (Gráfica 2). Durante el estallido de crisis financiera mundial en 2008, los principales bancos centrales alrededor del mundo respondieron aplicando políticas para la estabilidad macroeconómica de sus países. En el caso de España, dicha instrumentación se llevó a cabo a través del BCE. Como se mencionó anteriormente, las cédulas hipotecarias tuvieron un papel importante en la expansión del sector hipotecario e inmobiliario. De tal forma que la intervención, por parte de esa institución, se realizó a través de las operaciones de mercado abierto (OMA).

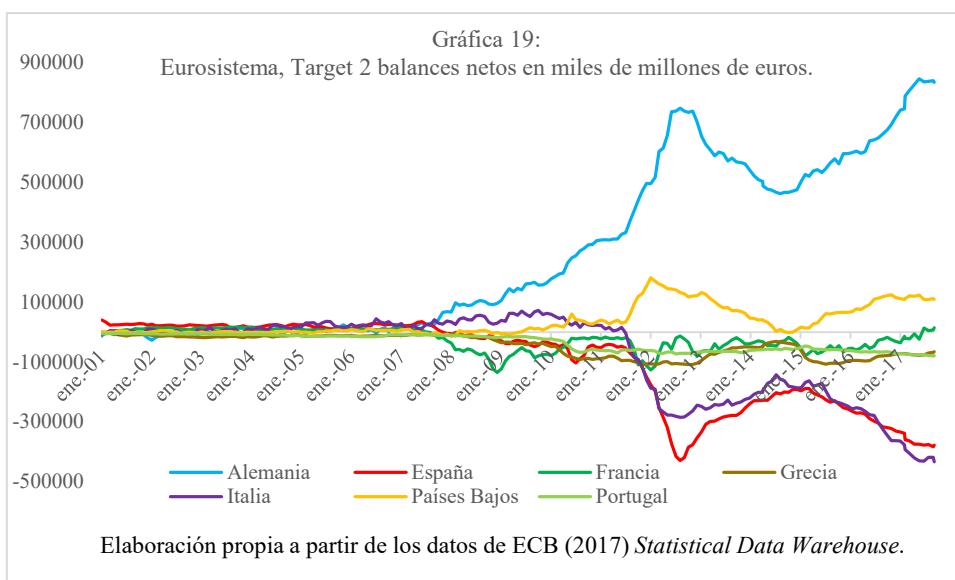
Como puede notarse en la Gráfica 18, pueden distinguirse dos etapas donde el prestamista de última instancia realizó operaciones con el fin de buscar colocar activos líquidos en el mercado como respuesta a la caída del precio de los activos. El primero se puede ubicar desde el 2007 y se acelera el proceso entre octubre del 2008 cuando la tasa EONIA era de 5.2 y bajó hasta 1.9 en marzo de 2009. Durante ese periodo, el BCE se involucró en una enorme serie de operaciones con el sector bancario. A diferencia de otros bancos centrales, todo ese proceso tuvo poco que ver con el mercado de capitales o entidades bancarias a la sombra; se enfocaron, principalmente, en los grandes bancos comerciales. La segunda gran etapa puede verse a partir del 2011 donde el tope de crecimiento de la tasa apenas rebasó por unas décimas los dos puntos porcentuales. A partir de ese momento, la tasa de referencia continuó disminuyendo hasta febrero de 2016, donde cayó en terreno negativo (-0.008).



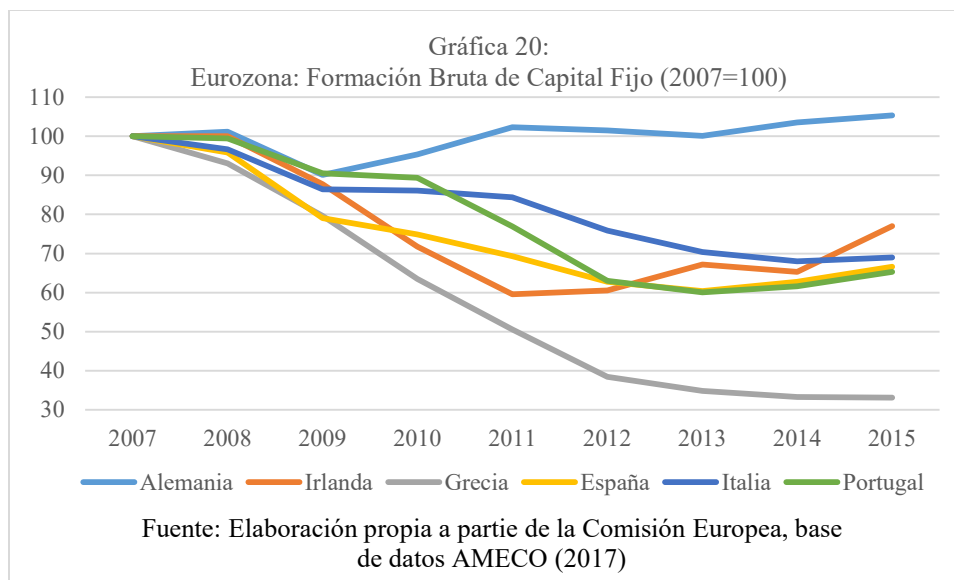
Desde la quiebra del Lehman Brothers en 2008, el BCE basó su política en recortar las tasas de interés de referencia hasta un nivel nunca antes visto (ECB, 2011a: 124). Esto lo realizó a través de dos tipos de OMA: por un lado las *main refinancing operations*, (MROs, por sus siglas en inglés) o las *longer-term refinancing operations* (LTROs); ésta última se consideró un tipo de operación no convencional del prestamista de última instancia.

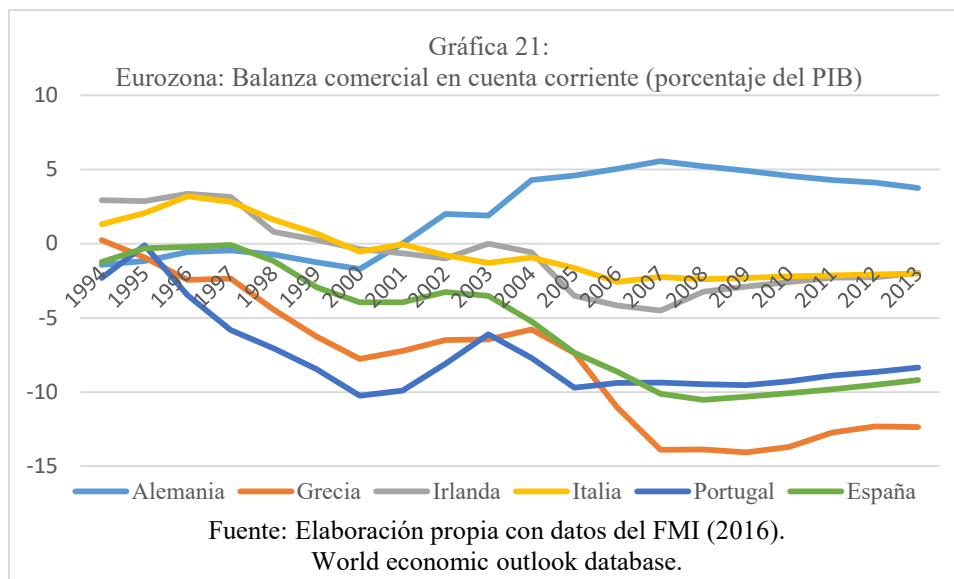
A partir de eso, surge la siguiente pregunta: ¿De dónde provienen todas esas operaciones que tiene que realizar el BCE para sostener los valores de los activos del sector bancario? En la gráfica 19 se muestran los balances netos del sistema de pagos Target2 en miles de millones de euros. Esto se refiere a una serie de reclamaciones de flujos entre los bancos. Es decir, la transferencia de flujos crediticios entre bancos que integran la eurozona mediante el sistema de pagos en tiempo real (Target2). El funcionamiento del sistema de pagos es de la siguiente manera: si una empresa (supongamos que es española) requiere crédito para adquirir algún activo fijo, puede hacerlo mediante su banco. Sin embargo, si este activo fue elaborado en Alemania y requiere su importación, debe de realizar un pago en la cuenta de dicha entidad en Alemania, de tal forma que el flujo que creó su banco se transfiere a un banco alemán. En un sistema como el Target2, no es tan simple, para poder realizar esa operación, su banco central, en este caso el Banco de España (BE) contabiliza una deuda de uno de sus bancos comerciales, es decir, que el BE toma prestado del sistema Target2 y genera un saldo

deficitario en él. Esto se anota en las reclamaciones del banco central alemán (Bundesbank), lo que se contabiliza como un activo creado de Alemania con un saldo neto positivo respecto de España. Es importante resaltar, que dicha operación crea un flujo de crédito entre ambos países que va de Alemania a España. Y además, dicha operación genera un saldo positivo en la cuenta corriente de Alemania y un saldo negativo en España. Lo anterior explica la expansión de la inversión y el comercio exterior en Alemania y el detrimento de ambas variables de otros países periféricos (gráficas 19 y 20). Pero, ¿Qué sucedió a partir de 2007 con los primeros indicios de la crisis financiera internacional?, en la gráfica 19 se puede notar que a partir de 2007 Alemania comienza a tener un marcado saldo positivo en el Target2. Esto puede explicarse con un ejemplo: en el caso de que una persona que tiene sus depósitos en España y considera que ese banco no es solvente, decide sacar sus depósitos de ese banco y depositarlos en la cuenta de un banco alemán. Por lo que el banco comercial español debe pedir un préstamo al BE por haber perdido uno de sus depósitos. Esto se refleja en la deuda del BE con el sistema Target2. A diferencia del ejemplo anterior, esto no se contabiliza en la cuenta corriente, sino que se toma en cuenta como una salida de capital neto de España a Alemania.



En la gráfica 20 se muestra la divergencia de los niveles de inversión entre los distintos países de la eurozona. Con la crisis iniciada en 2008, se amplió la brecha de las economías periféricas respecto de Alemania. La gráfica 21 refleja las diferencias en las balanzas en cuenta corriente de la eurozona. Desde de la introducción del euro en 1999, Alemania mejoró su posición comercial respecto de la periferia. En el periodo de la crisis, España alcanzó un déficit en cuenta corriente del 10 por ciento de su PIB.

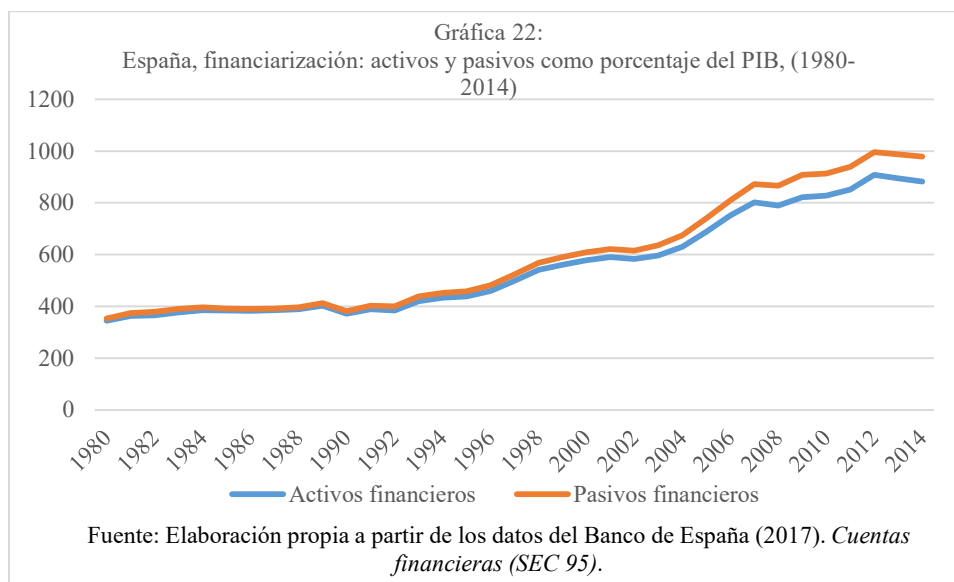




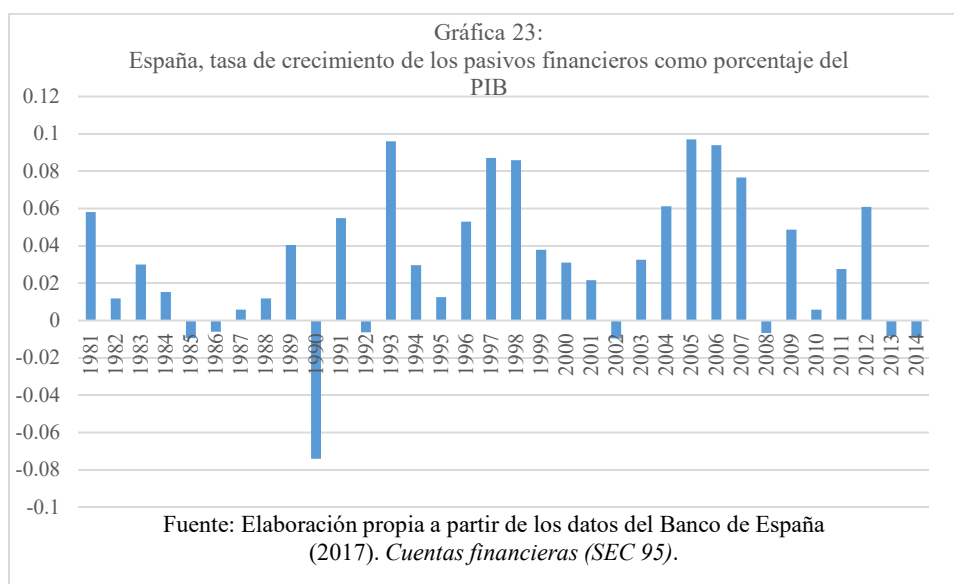
Anteriormente, se explicó que gran parte del crecimiento acelerado del crédito tiene que ver con la reorientación de las entidades crediticias hacia el sector hipotecario e inmobiliario, a la emisión de cédulas hipotecarias y la titulización de éstas últimas. Además, ese crecimiento también podía estar relacionado con la concentración de los activos financieros en los bancos y que, a través de controlar sus propias tasas de interés podían garantizarse un margen de rentabilidad y hacer crecer artificialmente sus activos hasta un nivel insostenible. Por lo que, a partir de eso sería necesario la intervención del prestamista de última instancia. Por último, se mencionó que antes de explicar la función del banco central era necesario explicar qué sucedió con los balances del sistema Target2. Ahora se explicará gran parte del proceso en que los bancos buscaron no solamente controlar las tasas de interés aprovechando su mayor grado de monopolio sino que diversificaron su riesgo mediante su expansión al exterior a través de una flexibilización de la regulación de los flujos de capital a nivel internacional.

Esto último nos indica que hubo un mayor protagonismo del sector financiero sobre el resto de los sectores de la economía. En el caso de España podemos relacionar ese proceso con el incremento de los pasivos por encima del nivel de los activos como porcentaje del PIB. Precisamente, en la gráfica 22 se muestra esta relación. Desde 1980 se puede notar un leve incremento de los pasivos sobre los activos y la brecha se va ampliando con el paso del

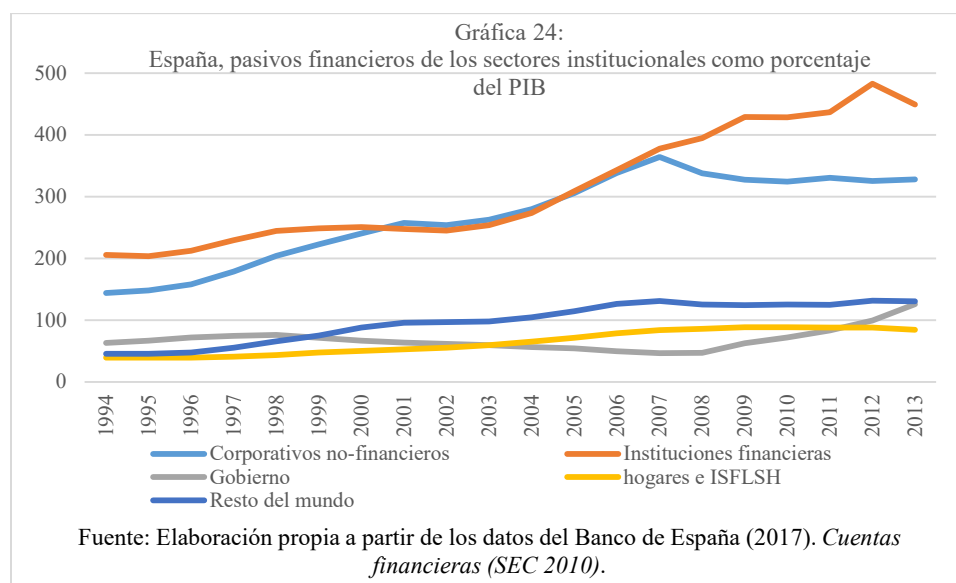
tiempo hasta el 2004 donde la brecha se amplía aún más. Esto explica, en gran parte, el crecimiento del crédito por encima del PIB.



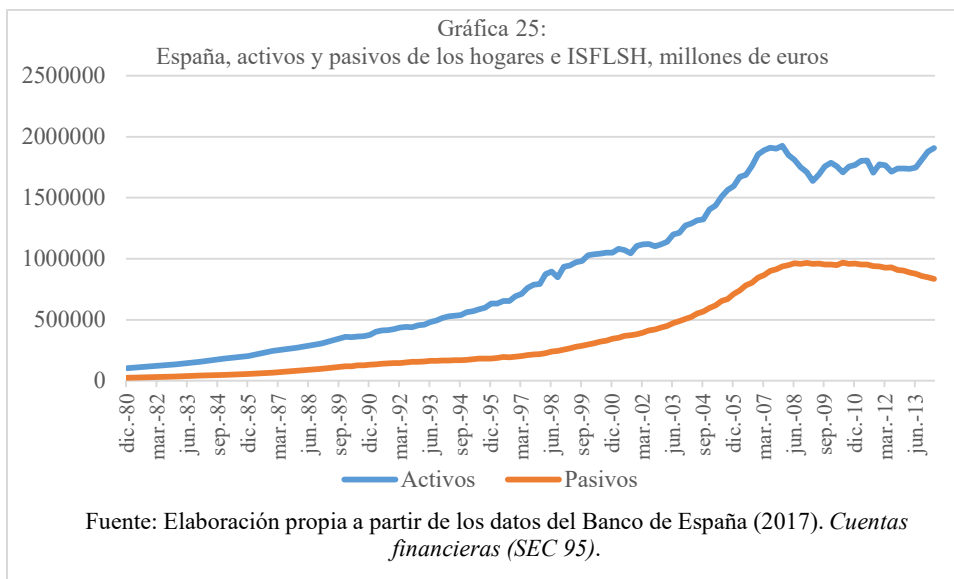
La variación de los pasivos totales, están en la gráfica 23. Pueden ubicarse dos periodos de gran expansión de los mismos: en primer lugar alrededor de 1990 fueron en aumento hasta la incorporación al euro en 1999 y a partir de entonces inició otra gran etapa de aumento de pasivos hasta 2012. Esta última etapa se la ha denominado de financiarización (Ferreiro, Gálvez & Gonzalez, 2014: 6).



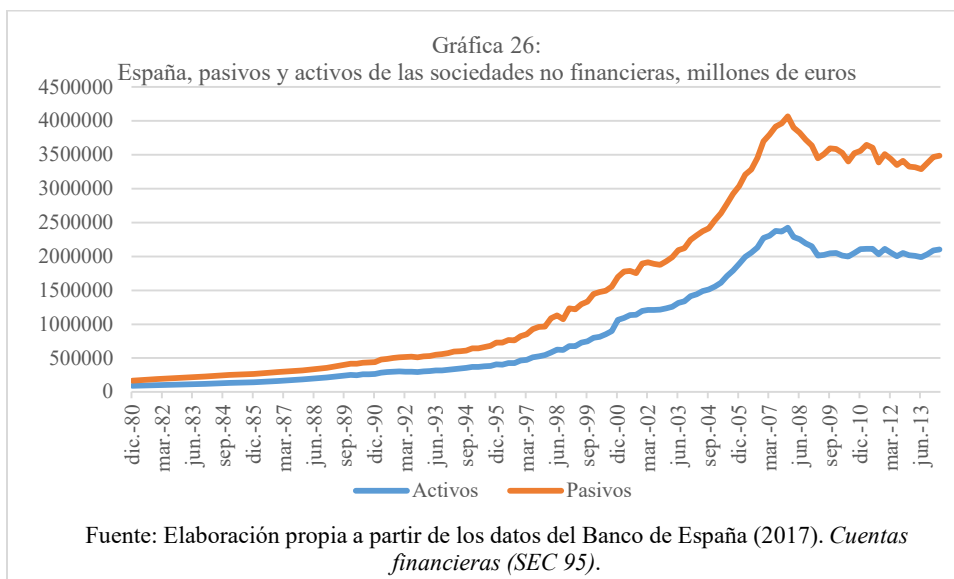
Desde la perspectiva de una economía impulsada por las finanzas, se puede afirmar que el proceso de financiarización representa una forma de generar rentabilidad mediante el impulso del crédito. Es decir, que la estructura financiera (gobiernos, instituciones y agentes), dentro de un entorno de globalización, se concentra en la generación de rentas financieras. En el caso de España, podemos notar este proceso en sus principales agentes institucionales, como se observa en la gráfica 24. Las instituciones que concentran una mayor cantidad de pasivos son dos: las financieras y los corporativos no financieros. Desde 1994 se puede notar el crecimiento de los pasivos del sector financiero respecto de las sociedades no financieras y a partir del año 2000, ambos sectores mantienen la misma tendencia al crecimiento, lo que refleja también un crecimiento de sus balances. A partir de 2007, los pasivos de los corporativos no financieros tienden a estancarse, mientras que el de las entidades financieras tiende a aumentar. Esto es un indicio de concentración de rentas financieras en éste último.



Lo anterior puede verse en las siguientes tres gráficas donde se detalla más la información disponible. En la gráfica 25 se ponen los activos y pasivos financieros de los hogares en millones de euros. Desde 1980 se inició un importante incremento del balance de las familias españolas y que durante 2003 comienza a aumentar los activos muy por encima de los pasivos.



Muy distinto es el caso de las sociedades no financieras de la gráfica 26 en donde se puede notar el acelerado ascenso de los pasivos en millones de euros desde 1980. El ascenso de ambas variables es más notable durante 2003-2004 y en el periodo posterior a 2007 se puede notar la caída de ambas variables lo que nunca antes se había visto, incluso durante la crisis bancaria de 1977-1985.

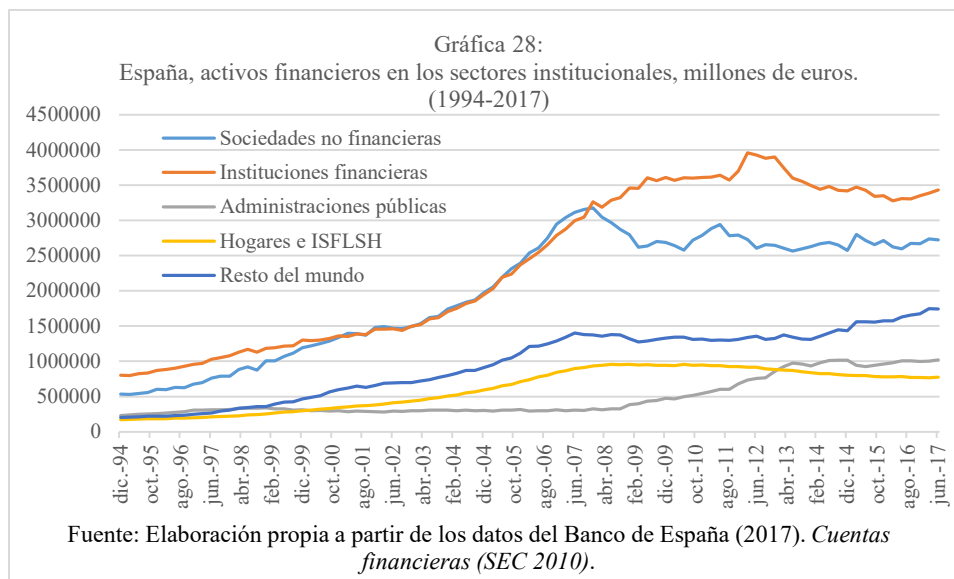


En el caso de las instituciones financieras españolas puede verse un ascenso de sus activos y pasivos relativamente estable desde 1980. Sin embargo, a partir de 2003 y 2004, estas entidades lograron incrementar de manera muy marcada su balance financiero. Lo que

coincide con la idea de este trabajo que gran parte del ascenso del crédito por encima del PIB fue gracias a que las principales entidades crediticias fueron capaces de retener y distribuir ganancias financieras durante la etapa de crisis, como se explicó anteriormente en el proceso entre la tasa de interés y el grado de monopolio. Además, desde 2008, como se puede notar en los datos, hay una diferencia entre los activos y pasivos lo que da un saldo positivo neto para las entidades financieras.

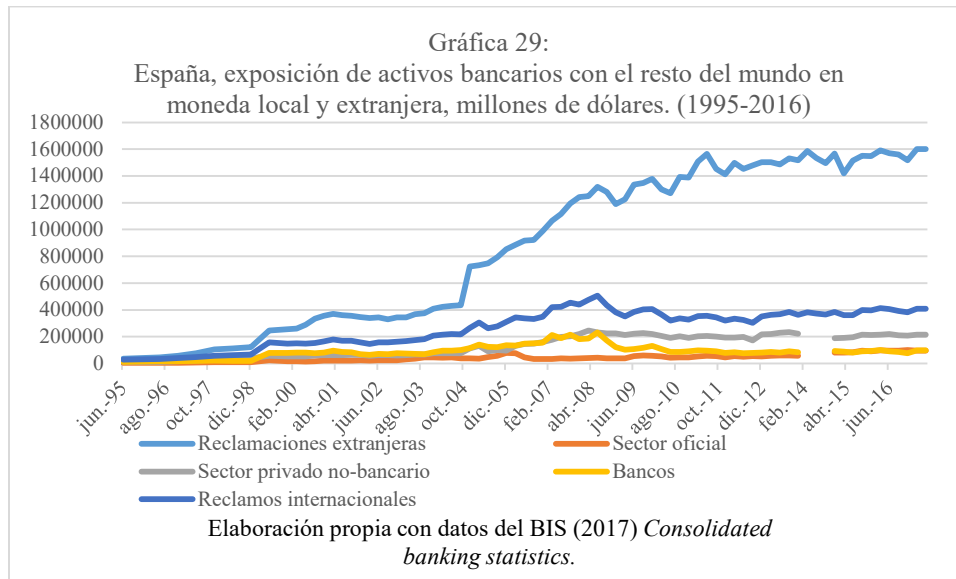


Esto nos indica que las entidades financieras fueron capaces de sostener un saldo positivo de activos respecto a las sociedades no financieras. Además, como se indica en la gráfica 28, las instituciones financieras desde la crisis de 2007 lograron incrementar su balance y, sobre todo, a diferencia del resto de los sectores económicos. Esto también coincide con lo que se mencionó anteriormente respecto del aumento del grado de monopolio del sector financiero en el periodo posterior al estallido de la crisis y sobre todo con las acciones del prestamista de última instancia.

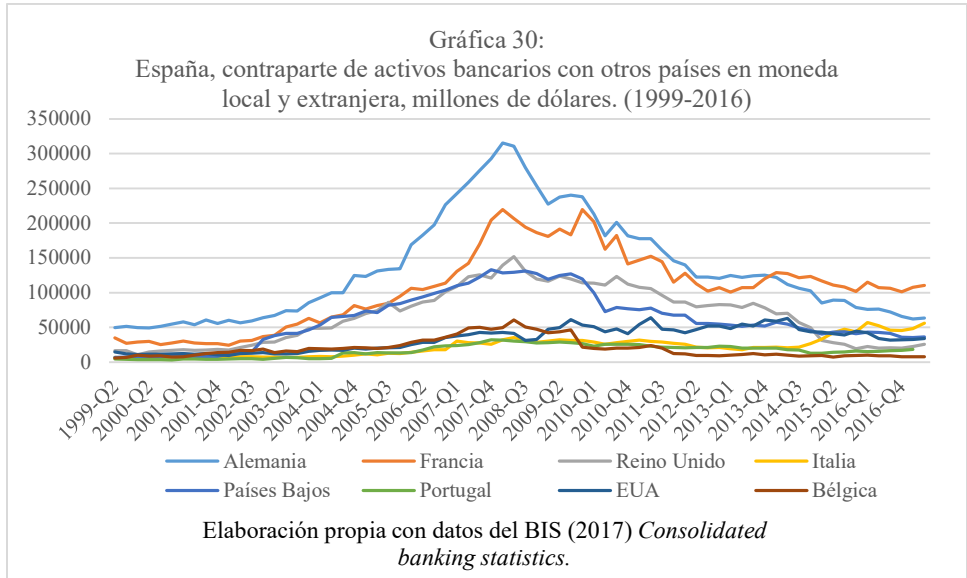


De esta forma, aún queda pendiente algo por explicar: ¿Cómo estaban conformados los activos y pasivos de las entidades crediticias, de tal forma que les permitió impulsar el precio de sus activos al alza a través de mecanismos que impulsaron el crecimiento del endeudamiento del sector privado? Gran parte de este proceso puede verse en la exposición de activos financieros de las entidades bancarias con el resto del mundo. Como se muestra en la gráfica 29, hubo una enorme exposición de activos de los bancos comerciales con el resto del mundo. Las reclamaciones internacionales se refieren a la suma de las reclamaciones del sector privado no bancario, el sector oficial y bancos, todos en moneda extranjera. Esto implica que la actividad en sus filiales se realiza en operaciones en moneda extranjera respecto a su matriz. Mientras que las reclamaciones extranjeras involucran a las operaciones de sus filiales en moneda local, las cuales representan una mayor proporción respecto de las anteriores, ya que ahí se contabilizan, sobre todo, las operaciones de préstamo. Esta variable puede interpretarse como activos que los bancos tienen en su cartera a partir de créditos concedidos por sus filiales en el exterior. Precisamente, pueden ubicarse dos momentos muy claros de expansión. El primero está relacionado con la adopción del tratado de Maastricht y la liberalización de flujos de capital de la zona euro con el resto del mundo. El segundo se ubica, entre marzo del 2004 y marzo del siguiente año, donde hay un crecimiento exponencial de las operaciones de las filiales en moneda local y el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) las registra como reclamaciones de activos. Esto tiene conexión con la gran capacidad de las entidades crediticias de aumentar

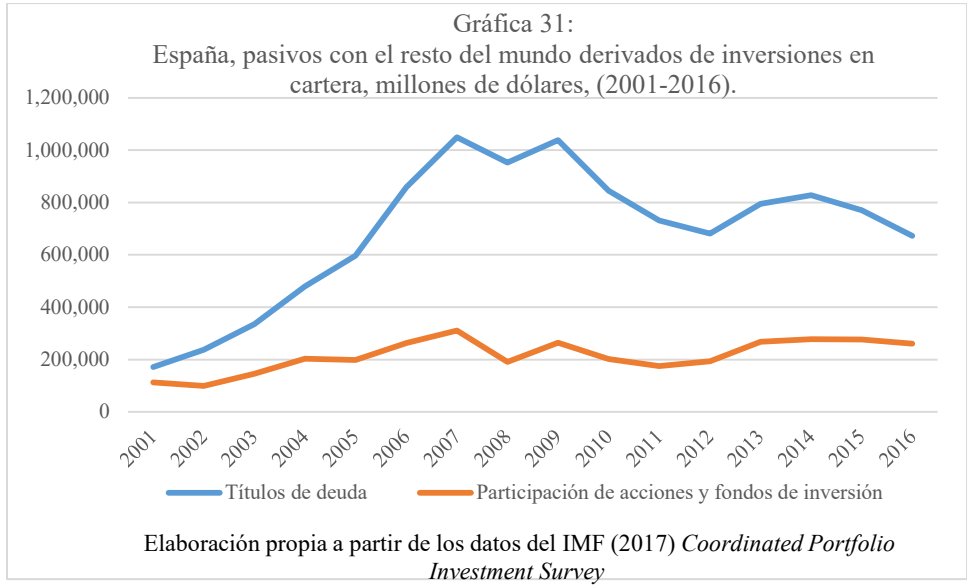
sus activos en cartera y del financiamiento por encima del PIB en 2004 (gráfica 2). Una de las tendencias es el negocio de banca minorista que les ha funcionado a los bancos para poder mejorar sus márgenes de intermediación.



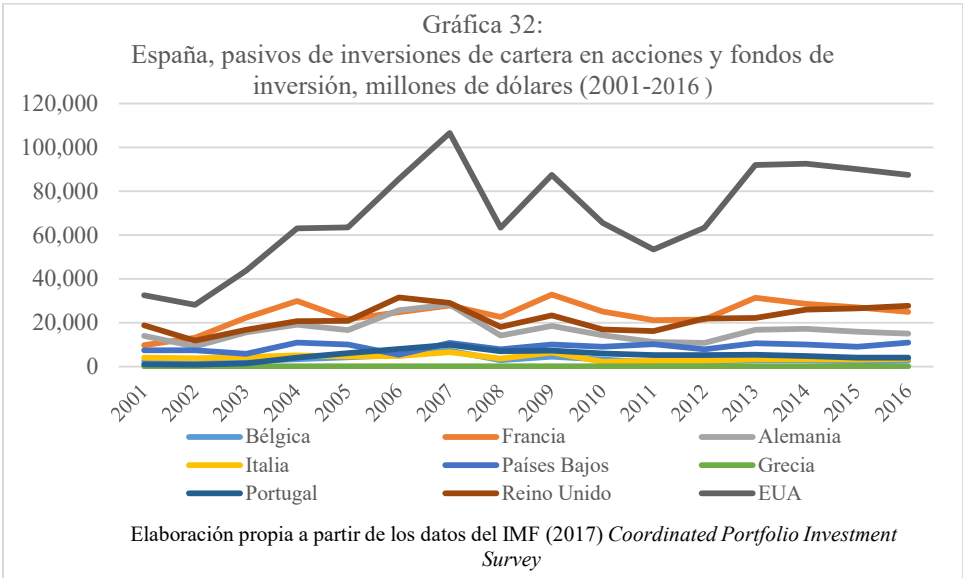
Respecto a los pasivos generados por parte de los bancos comerciales españoles con el resto del mundo, se reflejan en las reclamaciones de activos de otros países con las entidades bancarias en España. En la gráfica 30 se muestran estos datos. Desde 1999 los bancos de Alemania y Francia, principalmente, así como de Reino Unido y Países Bajos aumentaron sus reclamaciones de activos financieros. A partir del primer trimestre del 2008, la tendencia cambia hacia la disminución de esas variables. Estos datos muestran una enorme cantidad de pasivos de los bancos españoles con los alemanes y franceses.



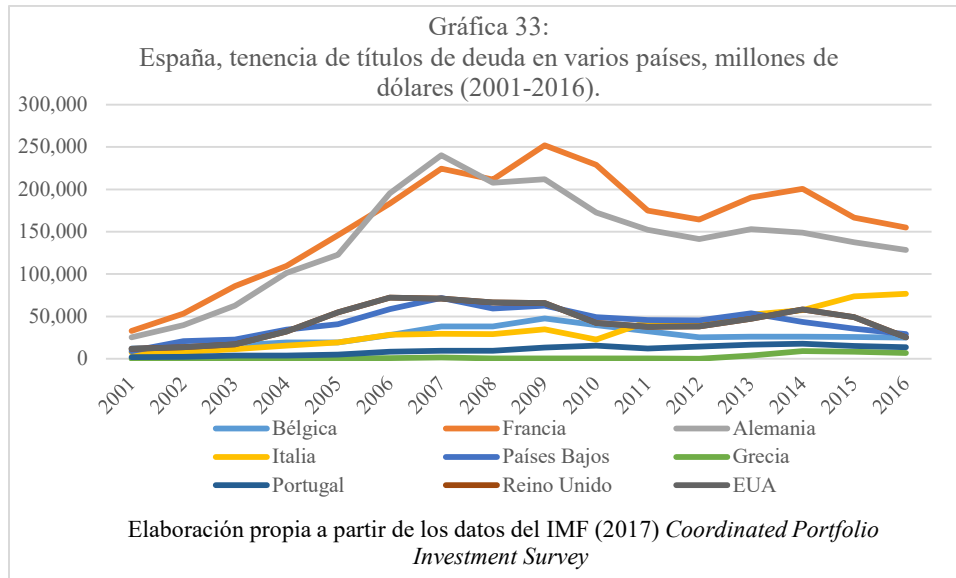
Los pasivos que generaron los bancos españoles eran en su mayoría títulos de deuda. En la gráfica 31 se indica esta tendencia, la cantidad de títulos de deuda generados como pasivos con el resto del mundo eran, en 2007, el triple de los generados con las participaciones en acciones y fondos de inversión. En los años posteriores, la tendencia fue a la disminución de este tipo de pasivos, lo que significa que gran parte de las reclamaciones de otras economías eran sobre inversiones en títulos de deuda. Claro que estos flujos propiciaron que la economía española incrementara sus pasivos por encima de sus activos como se mostró con la gráfica 22.



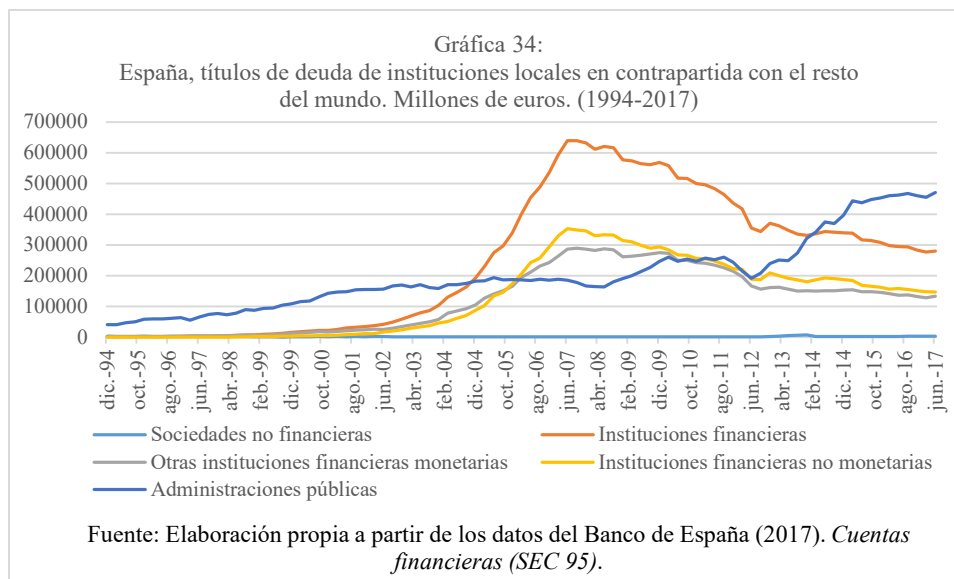
En la gráfica 32 se muestran de dónde provenían las reclamaciones de los pasivos de la economía española en tenencias de acciones y participaciones de fondos de inversión y se puede notar que EUA tiene una relevante participación en el capital accionario de la economía española.



Por otro lado, en la gráfica 33 se exponen los países con tenencias de títulos de deuda y sus respectivas reclamaciones a la economía española. Como se muestra, Alemania y Francia son los principales inversionistas en este tipo de instrumentos antes y después de la crisis, lo que implica una elevada exposición de activos financieros de las economías centrales con las periféricas. Desde 2007 Alemania disminuyó sus tenencias de títulos de deuda española, mientras que Francia hizo lo mismo desde 2009 cuando era claro el colapso de los activos dentro de toda la zona euro.



Los sectores institucionales que crearon esos pasivos con el resto del mundo (reclamaciones sobre títulos de deuda) se muestran en la gráfica 34. Entre enero de 1994 y diciembre de 2004, el sector gubernamental era el principal sector que mantenía pasivos en este rubro con el exterior. A partir de entonces lo fueron las instituciones financieras. Esto fue también uno de los principales motivos del aumento del crédito, como se mostró con la gráfica 2. A partir de 2007 el colapso del valor de los activos motivó a la disminución de los flujos crédito. Como se puede notar, desde junio de 2012, los valores gubernamentales comenzaron a tener una mayor presencia hasta rebasar los valores del sector financiero en el periodo posterior a marzo de 2014. Esto último se debió a las acciones emprendidas por el prestamista de última instancia, en este caso, el BCE. Precisamente es un punto que se había dejado pendiente y que a continuación se abordará.

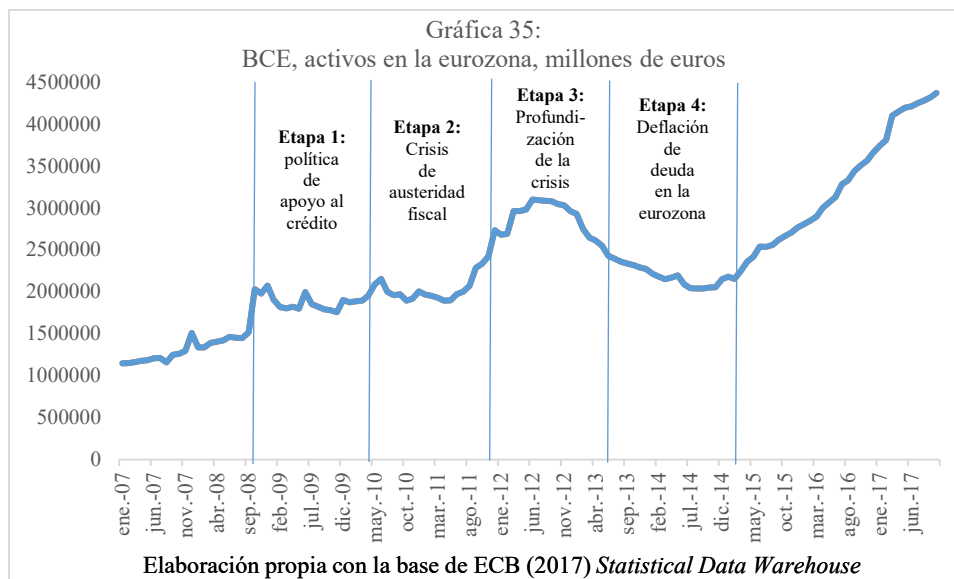


Los primeros indicios en 2007 de la crisis financiera se reflejaron en la insostenibilidad de los precios de los activos. En específico, el 9 de agosto de ese año, las primas de riesgo de los préstamos interbancarios aumentaron. El prestamista de última instancia tuvo que intervenir en una serie de medidas para refinanciar a las entidades con activos tóxicos o con menor grado de solvencia. Desde agosto del 2008, el balance del prestamista de última instancia aumentó con el fin de estabilizar los precios de los activos en problemas. El BCE califica a este tipo de medidas como no convencionales. Este término se refiere, sobre todo, a la aplicación de medidas del prestamista de última instancia para impulsar el crédito, a diferencia de las medidas convencionales, las cuales se buscan centrar en controlar la tasa de interés (ECB, 2010b: 60).

Entre los instrumentos para impulsar el financiamiento el BCE cuenta con varios: 1) Las operaciones de mercado abierto (OMA); son las que se orientan a suministrar liquidez al sistema. Estas se componen de distintos tipos de operaciones, como las *operaciones principales de financiamiento* (MROs), las *operaciones de financiamiento a largo plazo* (LTROs) y los *programas de compras de activos* (APP). Por otro lado, están las operaciones monetarias sin restricciones (Outright Monetary Transactions u OMT), mejor conocidas como *operaciones monetarias de compraventa* (OMC), están compuestas por todos los programas de compra de: cédulas hipotecarias (covered bonds) o *covered bond purchase programmes 1 and 2* (CBPP1, CBPP2), títulos de deuda pública en el mercado secundario o *Securities Market Programme* (SMP), los *activos respaldados por activos* (ABSPP) y bonos

públicos y corporativos (PSPP y CSPP). 2) Facilidades permanentes, que controlan las tasas de interés acorto plazo y 3) El mantenimiento de unas reservas mínimas, que también se orientan a controlar la tasa de interés. Todas las OMA, de acuerdo al BCE, se consideran no convencionales, mientras que las otras se les denominan de tipo tradicional. Los instrumentos del primer grupo tuvieron relevancia en distintos momentos de la crisis (Alvarez, et al., 2017).

Se pueden distinguir varias etapas en las que el prestamista de última instancia actuó para la estabilidad financiera durante la crisis. El Banco de España (2017) distingue cuatro grandes etapas: crisis financiera internacional (2008-2009), crisis de la eurozona (2010-2011), recrudecimiento de la crisis (2012-2013) y etapa de normalización (2014 para adelante). Sin embargo, a pesar de esta versión oficial, que considera el año 2014 como un momento de estabilidad, existen otras opiniones al respecto. Carrasco y Rodríguez (2016: 460-465) distinguen cuatro: 1) la política de apoyo al crédito (*enhanced credit support*) entre 2008 y 2009, 2) Crisis de la deuda soberana (2010-2011), 3) intensificación (2012-2013) y 4) riesgos deflacionarios (posterior a 2014). Prácticamente hay una coincidencia en las fechas de cada una de las etapas. Desde 2007 hasta 2009 era claro que existía un problema de solvencia y de liquidez, que se profundizó por la disminución de los flujos de efectivo y una contracción del crédito. Como se muestra en la gráfica 35, el balance del BCE se cuadruplicó de principios de 2007 a mediados de 2017. Durante ese periodo, la primera etapa corresponde a las acciones emprendidas por el BCE al expandir su balance a través de las operaciones LTRO desde agosto de 2007 (ECB, 2011a: 57).

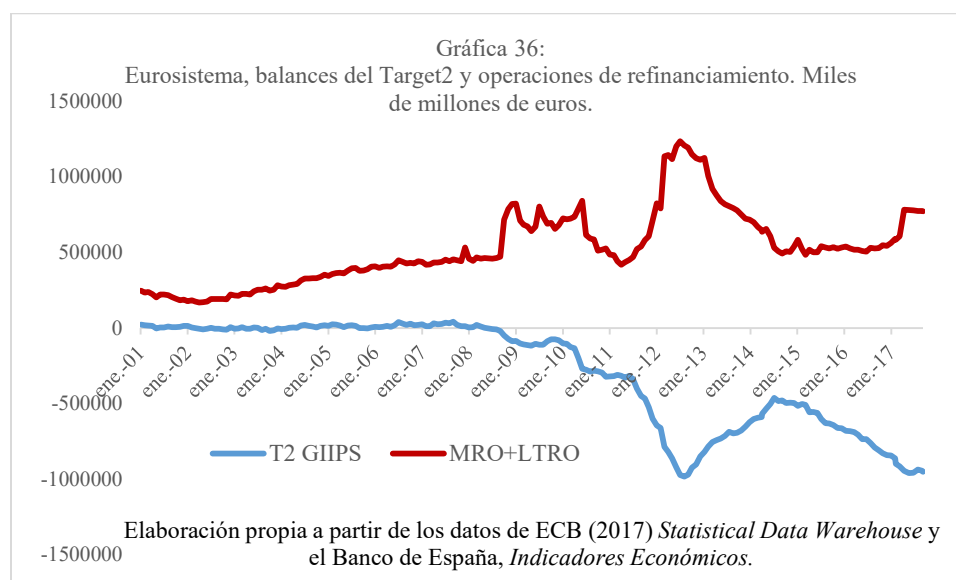


En la segunda etapa desde mediados de 2010, el BCE se negó a ser prestamista de última instancia para el sector gubernamental. Ese fue un momento histórico, porque hasta ese entonces, ningún gobierno en el mundo tenía razones técnicas para caer en un impago de la deuda. En el caso de la eurozona, los gobiernos no tienen un prestamista que garantiza el pago de sus títulos de deuda. Esto es una medida que Minsky explica en la relación entre un gobierno grande y un prestamista de última instancia que da valor a los pasivos que emite en nombre del sector público. Esto profundizó la crisis pues el problema del sector bancario evolucionó a una crisis de austeridad fiscal, como se indica en la gráfica anterior. En concreto, el arreglo monetario del euro no considera una política fiscal que permita trabajar en conjunto con el banco central, de tal forma que los recursos que busca crear el prestamista de última instancia no se convierten en financiamiento a la inversión productiva-industrial de las economías (sin contar al sector de la construcción). Ello supuso un diseño institucional que profundizó la crisis como se indica en la etapa 3 donde el BCE incrementó el SMP. Prácticamente se inyectaban recursos de financiamiento al sector bancario de la eurozona y esto no promovía un impulso de la inversión y empleo⁴⁴. Los programas de LTRO y MRO también se mantuvieron durante este periodo, sin tener los resultados esperados. La cuarta etapa se denomina como la deflación de deuda. Durante ésta, la destrucción de ganancias por

⁴⁴ En el caso de la eurozona, los gobiernos de estos países son usuarios de moneda en comparación con otros donde tienen soberanía monetaria y la diferencia es que éstos últimos son emisores, lo que implica una diferencia sustancial en términos de gobiernos capaces de dar estabilidad macroeconómica. Gran parte de este argumento está bien explicado por Kelton (2011).

la baja inflación obligó a las autoridades a implementar una serie de medidas que: “comprendía dos series de operaciones de refinanciamiento a más largo plazo (TLTRO), la introducción de un tipo de interés negativo en la facilidad de depósito y un programa de compra de activos (APP) que comprende valores del sector privado y público.” (Alvarez, 2017: 5)

En la gráfica 19, se mostró que hubo una serie de enormes flujos financieros que provenían principalmente de Alemania. Esto se debió a que en 2011, la inestabilidad promovida por la austeridad fiscal profundizó la crisis y gran parte de esas reclamaciones fueron de los centros financieros más importantes, es decir, los grandes propietarios de riqueza como fondos de inversión, hogares de familias adineradas, entre otros, que transfirieron su dinero de economías periféricas a ese país. Esto implica que gran parte de los recursos que el BCE creó, fue para sostener los pasivos del sector bancario europeo y para sostener esos montos de dinero. Esto se muestra en la gráfica 36, en donde se toman los datos de los pasivos de los principales países periféricos como Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España (T2 GIIPS) y las operaciones de refinanciamiento del BCE (MRO+LTRO) de sus dos instrumentos principales.

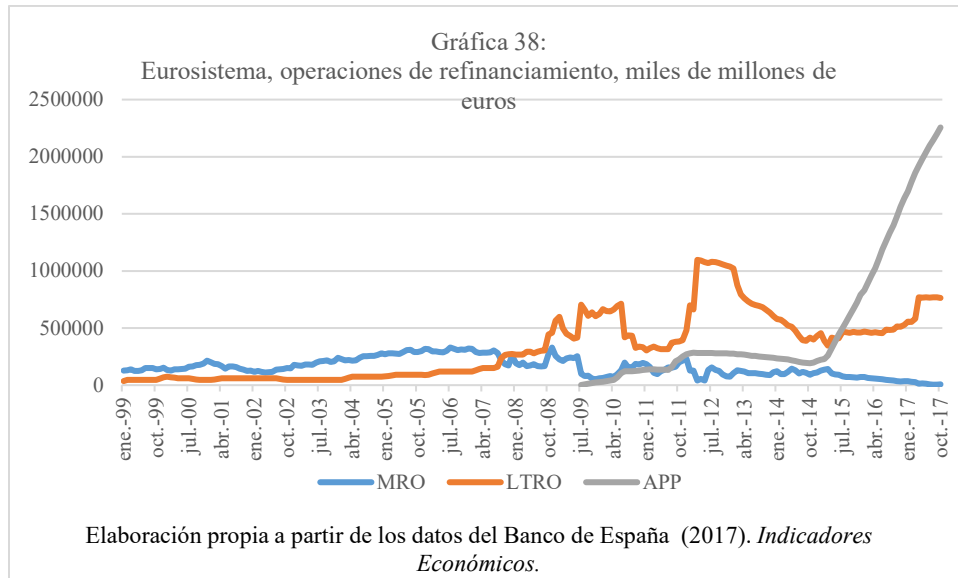


Por lo tanto, durante la primera etapa (2008-2009), hubo una tendencia muy clara hacia la preferencia por la liquidez, lo que se nota en la gráfica 37 cuando se incrementa el agregado monetario M1 respecto del M2 y M3, esto fue entre septiembre de 2008 y agosto de 2009.

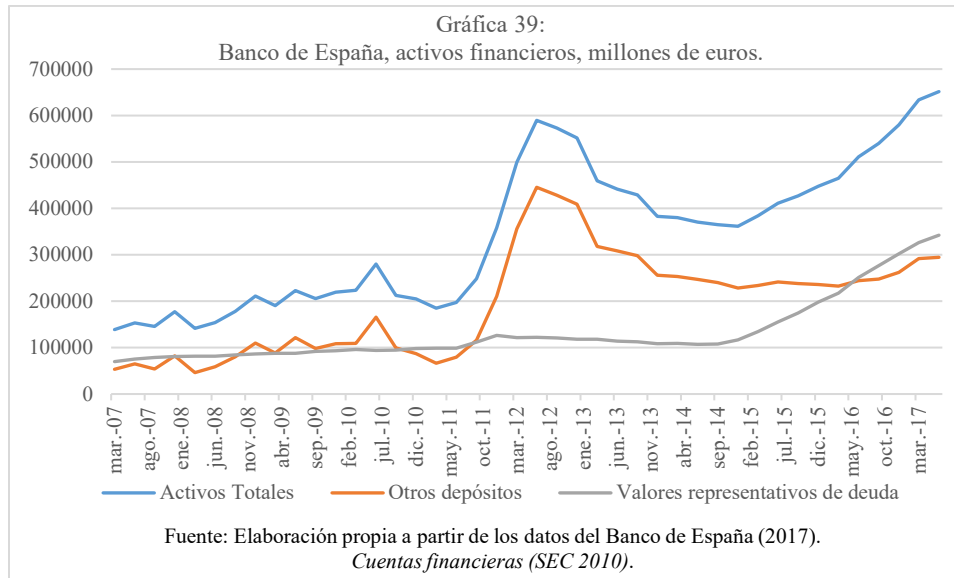
Posteriormente, una contracción del crédito, como en la gráfica 6 donde se muestra que en España, en 2010, hubo una tasa de crecimiento negativa y se mantuvo en ese terreno. Después, en la cuarta fase (2013-2014) se puede notar que la disminución crediticia en el estancamiento de los agregados monetarios más estables (M2 y M3) condujo a un periodo de deflación. En los años posteriores, se mantuvieron estos últimos en una tasa de crecimiento en torno al 4 por ciento.



Las principales operaciones de financiamiento del BCE, se comparan en la gráfica 38. En ella se puede notar que fueron las LTRO quienes tuvieron una mayor importancia como instrumento crediticio para garantizar la estabilidad de los precios de los activos y evitar un colapso mayor de las principales instituciones financieras de la eurozona. Sin embargo, desde el 2015, las operaciones de APP comienzan a tener una sustancial participación. Precisamente esto ha sido en los últimos años un tema relevante para el BCE, y es que todavía no se puede explicar con claridad, por qué los bancos requieren realizar tantas operaciones de recompra de activos.



La hipótesis que se maneja aquí es sencilla: gran parte de todo eso es que los bancos se han envuelto en operaciones de carry trade para adquirir títulos de deuda pública a precios bajos para invertir en activos de alto rendimiento. Esto complica la función de prestamista de última instancia del BCE, pues en lugar de inyectar fondos líquidos al incrementar el balance y sostener el crédito, los bancos se dedican a generar elevadas rentabilidades mediante la inversión en activos financieros. Gran parte de ese proceso tiene que ver con las altas rentabilidades que supone un capitalismo financiarizado, pues los bajos márgenes de intereses unidos a las elevadas tasas de morosidad propician que los bancos españoles y otros de la eurozona vean de manera atractiva este tipo de operaciones. En la gráfica 39, se seleccionan algunos componentes de los activos del Banco de España. Entre 2012 y 2014, gran parte de los reclamos eran depósitos bancarios de otros países. Sin embargo, a partir de 2015 los títulos de deuda tuvieron una relevancia que, para mediados de 2016, representaron la principal fuente de activos del banco central español. El desarrollo anterior comprueba la hipótesis del trabajo.



La tendencia a este tipo de actividades se debe a que los bancos no están obligados a presentar un informe sobre el estado de sus activos y la falta de mecanismo de regulación y supervisión bancaria. En tal situación el BCE se ha visto obligado a realizar pruebas de resistencia bancaria (*stress test*) con el fin de simular el estado de los activos bancarios en el caso de una crisis. Sin embargo, este tipo de pruebas suponen que los precios de los activos son constantes, por lo que no resulta un tipo de prueba tan confiable para evaluar la capacidad de las entidades crediticias de resistir una crisis financiera de elevadas dimensiones. Esto supone un reto no sólo a nivel práctico, sino a nivel teórico como lo afirma Varoufakis (2014: 22-23) donde no se han podido hacer las recomendaciones necesarias para que los bancos centrales puedan recuperar el control de los canales de crédito de su sistema financiero. Esto es un problema que se ha profundizado en las economías donde sus bancos centrales mantienen tasas de interés de referencia en nivel negativo, con deflación, bajos niveles de crédito y elevado nivel de desempleo. La falta de mecanismos de regulación de los circuitos financieros han promovido una nueva serie de tendencias a nivel mundial, como mencionan Correa y Girón (2017), los grandes corporativos financieros buscan medidas para promover una “autorregulación internacional”. Gran parte de todos estos cambios se han originado por la concentración de activos financieros. En Europa, esto puede notarse en las medidas implementadas por el BCE, como se mencionó anteriormente, lo que coincide con lo que mencionan Lapavitsas, et al. (2010) sobre las estrategias alemanas de “empobrecerte a ti y a tu vecino”, mediante políticas económicas de recorte presupuestal.

4.4 Crédito y riqueza financiera

En la actualidad, los acelerados y crecientes movimientos de flujos financieros a nivel mundial han dado lugar a un enorme proceso de circulación. Es decir, una concatenación de procesos especulativos de capital que han reorientado la actividad económica a un proceso de capitalización de activos financieros organizados en un entorno virtual de concatenaciones computacionales. En ese contexto, para el caso del financiamiento implica que hoy en día existen nuevas condiciones de desarrollo crediticio respecto de otras épocas del capitalismo.

En esta parte del capítulo se vincula la variable crédito con la desigualdad de ingreso de la población española. Sin embargo, para explicar esto, primero hay que abordar un aspecto importante que se ha buscado aproximar en los apartados anteriores en este capítulo: ¿Qué determina el acelerado crecimiento del crédito en España? Y ¿Por qué se vincula esta expansión a la variable desigualdad de este país?

La respuesta más directa a la primera pregunta es que, de manera convencional, se piensa que el crédito responde a la demanda por el lado del consumo y/o inversión a nivel local o nacional. Sin embargo, tal como se ha tratado de argumentar en este capítulo; bajo las condiciones de un capitalismo financiarizado, no es posible continuar sosteniendo dicho argumento. Aquí se afirma que la oferta de crédito en la economía española depende la demanda, en los mercados financieros a nivel mundial de los activos financieros que se derivan del crédito a nivel doméstico.

Para ponerlo en términos más simples la última afirmación, puede verse cómo se han desarrollado con el paso del tiempo un diverso conjunto de instrumentos matemáticos, estadísticos e informáticos para el desarrollo de nuevos activos financieros. Un desarrollo importante en este aspecto fue la titulización (*securitization*, en inglés); para Minsky y Wray (2008: 2): "...la titulización conduce a la creación de un papel financiero que es eminentemente adecuado para una estructura financiera global". Desde este punto de vista, el título emitido por una institución financiera, por ejemplo, un banco, tiene la denominación de dinero. Porque es a través de la deuda el mecanismo de creación de este tipo de instrumentos, que son dinero a su vez. Los bancos comerciales utilizan los documentos que se derivan de los préstamos que otorgan, para colocarlos en los mercados financieros. Es

decir que el crédito que estos son capaces de otorgar a nivel nacional, no depende del ingreso doméstico, sino que depende de la demanda de instrumentos financieros en los mercados nivel internacional. En este sentido, se crea una paradoja: la creación de crédito a nivel nacional impulsa la creación de dinero en los mercados financieros mundiales través del impulso de la ganancia de este tipo de instrumentos, lo que lleva al colapso de la renta a nivel nacional y con ello arrastra a los mercados financieros a un colapso financiero que conduce a la maximización de beneficios de los principales actores involucrados en el proceso.

Para el control de la creación de crédito, los actores del mundo financiero necesitaron reinventar las formas de capitalización de los activos financieros en los mercados globales. Un espacio digital en donde los flujos de crédito de un país se concretan en mundo virtual. Si las ganancias a nivel nacional se daban en una dimensión de espacio-tiempo particular. En el caso de la innovación financiera el objetivo es evitar la variable espacio, para tener una dimensión tiempo-tiempo, donde la concatenación financiera o articulación de flujos globales no se da en un espacio en particular sino que, mientras el crédito a nivel nacional se expande para impulsar las ganancias de ciertos bienes y servicios con carácter especulativo, como puede ser el sector inmobiliario e hipotecario, existe una dimensión completamente abstracta donde se capitalizan ganancias a través de instrumentos financieros y la creación de los mismos. Esta idea de ganancias abstractas puede encontrarse en LiPuma y Lee (2004: 143-157); y LiPuma (2017: 28-41). El uso de instrumentos financieros derivados de activos provenientes de la producción, concatenan procesos entre el ingreso proveniente de la producción, en una dimensión nacional, y se conecta con una dimensión mundial que está más vinculada con un proceso de circulación a través de los circuitos monetarios que son creados a través de la innovación financiera.

En este sentido, los agentes involucrados en el proceso de innovación financiera se pueden ubicar como todos los administradores del riesgo financiero⁴⁵ como son los inversionistas institucionales⁴⁶, las entidades emisoras de activos, bolsas de valores e intermediarios

⁴⁵ La categoría administradores del dinero de Minsky que se mencionó en este trabajo, en la parte teórica, es un término equivalente a los administradores del riesgo. Esto se refiere a una idea de creación o reproducción dineraria a partir de todas las actividades financieras que están relacionadas con la comercialización del riesgo y que esto tiene efectos reales sobre la riqueza financiera de los agentes involucrados en el proceso.

⁴⁶ Los inversionistas institucionales es un término acuñado a las entidades del sector financiero que movilizan una enorme cantidad de flujos financieros a nivel global. Se pueden ubicar varios ejemplos como los fondos de inversión, fondos mutuos, fondos de pensión, compañías de seguros, aseguradoras, la banca fiduciaria,

financieros. El crédito dentro de este contexto responde a los cambios creados por estos espacios virtuales y abandona su carácter nacional y, sobre todo, su vinculación con el ingreso doméstico; en este caso, con el pueblo español. Mientras tanto, el papel del gobierno y de la autoridad monetaria autónoma es responder a cambios en los precios, y sobre todo mantener los flujos de liquidez del sistema financiero para que los agentes de los mercados financieros continúen generando rentabilidad a costa del detrimento de las condiciones de vida de la mayoría de la población.

La creación del crédito en una dimensión nacional se capitaliza a nivel internacional en un espacio virtual de circulación. Los circuitos de los instrumentos derivados del crédito concatenan espacios de producción local con un sistema superior, esto es: una dimensión mundial de la articulación financiera. En el que el ingreso doméstico contrasta con la riqueza financiera de los administradores del riesgo⁴⁷. La expansión crediticia a nivel nacional está ligada con las ganancias derivadas de la titulización. Los ingresos nacionales y la demanda agregada son sometidos por la capacidad depredadora de un capital financiero que busca valorizarse a partir del valor que proviene del riesgo⁴⁸. Esto implica que el crédito no está determinado por la demanda de crédito de los hogares españoles, como en el caso de las hipotecas, sino por la demanda de activos financieros que se concretan en un espacio abstracto de ganancias financieras que conecta agentes financieros que administran riesgo. Esto da cuenta de que existe una relación entre el ingreso y la riqueza. Una relación dialéctica

compañías financieras, brokers y dealers. Estos actores pueden tener diversos objetivos de rentabilidad como pueden ser los bonos, las acciones, la titulización, los swaps, los derivados, entre otros, en los que existe una enorme variedad de instrumentos que se vinculan a un capital especulativo (Correa, 2000: 103-110).

⁴⁷ Esta idea del valor creado a partir del riesgo fue teorizado por LiPuma (2017) donde descarta que el valor trabajo tenga una relevancia para la capitalización de activos financieros. Esto no implica que se desdeña el trabajo de la gente que se desempeña en el ámbito financiero, sino que tiene una menor relevancia en la creación del valor proveniente de la administración del riesgo. Al respecto, el autor menciona: “Lo más notable es una dinámica direccional hacia la fabricación de un régimen de labor/trabajo fundado en el empleo de ensamblajes de capital impulsados por el riesgo, es decir, derivados, para hacer apuestas especulativas sobre la volatilidad del mercado en una búsqueda autovalorizadora de ganancias monetarias y simbólicas.” (LiPuma, 2017: 6)

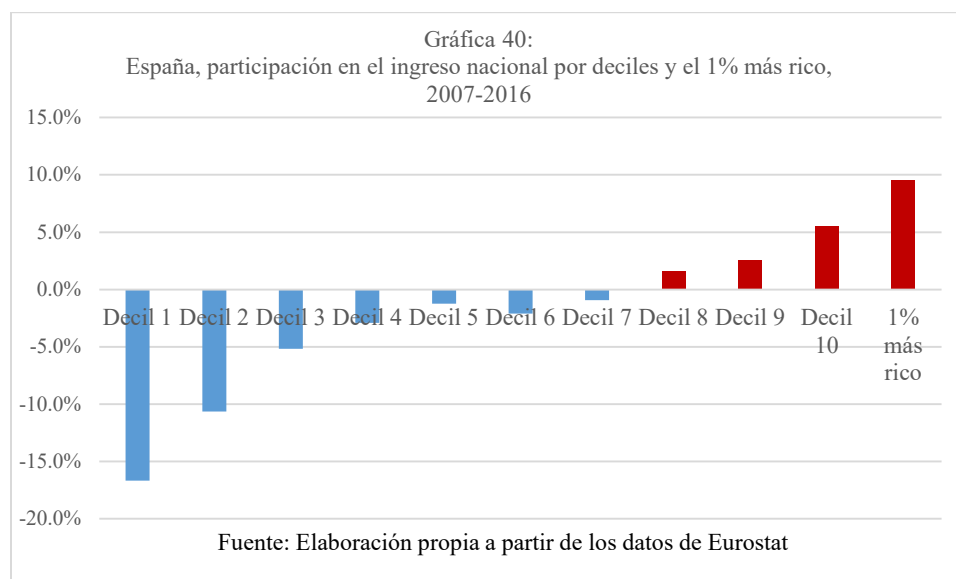
⁴⁸ Toda esta serie de actividades financieras en torno al riesgo se realizan en un entorno opaco, en donde la relación del riesgo/beneficio se vuelve un componente esencial para la concatenación de procesos productivos, comerciales y financieros en todo el mundo. Los administradores del riesgo mercantilizan el riesgo para concatenar circuitos crediticios en todo el mundo. Además, centrándonos más en el tema del riesgo, es importante la transformación de los circuitos que toman en sí para el caso de la comercialización del riesgo. Por un lado los administradores del riesgo y, por otro, las agencias calificadoras. Por ejemplo, entre las más importantes están Standard and Poor’s, Moody’s Investors Service y Fitch Ratings. Como se menciona en Correa (2011) la calificación del riesgo por parte de estas entidades es fundamental para entender las estrategias adoptadas en los portafolios de inversión en instrumentos financieros por parte de los inversionistas institucionales. Y, de acuerdo con la autora, se encuentran vinculados a bancos comerciales y aseguradoras.

entre producción y circulación; entre lo nacional y lo internacional; entre el valor creado a partir del trabajo y el valor a partir del riesgo que se genera de la actividad especulativa. En pocas palabras, entre la creación del crédito y la desigualdad. Esta serie de elementos responde a una lógica en la que cuantativamente la expansión del crédito, transformó la manera en que se relacionaba con la totalidad: pasó de estar vinculado a la producción a concatenarse con la especulación. Los circuitos de crédito se relacionaron de forma distinta con las familias; con la inversión industrial/empresarial; con el gasto público y el banco central; y se concatenó, íntimamente, con los agentes que operan en los mercados de capital. Lo anterior nos da una pauta para responder la segunda pregunta planteada al inicio de este apartado: es decir, cómo vincular toda la actividad de los circuitos de crédito con la variable desigualdad.

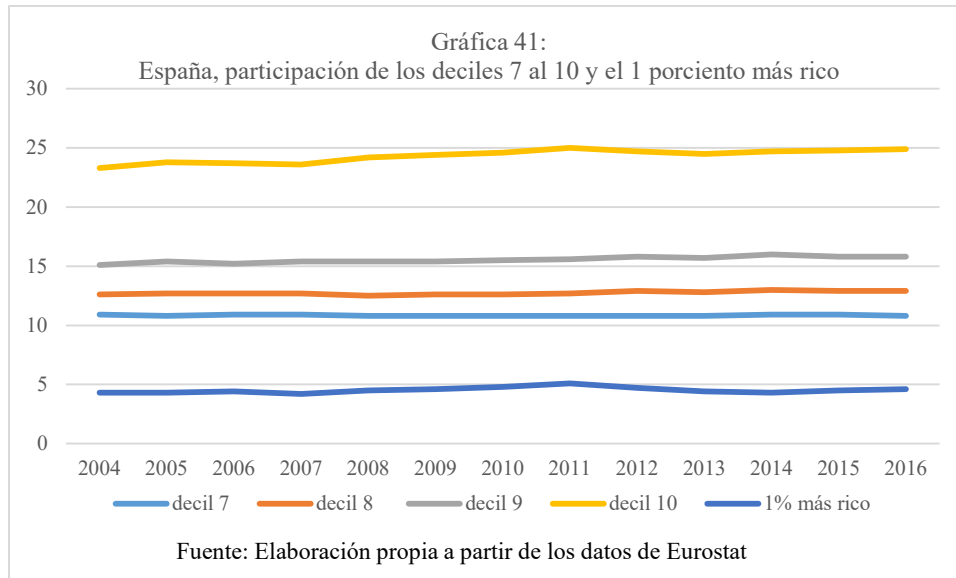
Como se mencionó anteriormente, la relación existente entre los inversionistas institucionales y las agencias calificadoras da lugar a la creación de un valor a partir del riesgo. Una creación del capital especulativo que sirve para concatenar procesos productivos, comerciales y financieros en torno a los movimientos de los circuitos crediticios internacionales. En este caso, España es un caso más que se da en un contexto mundial cambiante y que la capitalización especulativa es un componente esencial de la riqueza financiera. Al hablar de riqueza, la contraparte sería la pobreza y, por tanto, la desigualdad existente entre los circuitos crediticios que se desenvuelven en el terreno nacional, y contrastan con la dimensión financiera en el plano internacional. El creciente desarrollo crediticio transformó al crédito productivo, en un crédito especulativo; cimentado en el valor riesgo. Es decir, separado del valor trabajo, valor de cambio o valor de uso que pueda existir en el ámbito industrial/empresarial. La actividad financiera impulsada por los administradores del riesgo permitió el acelerado crecimiento del crédito a costa del detrimento de las condiciones de vida de la mayor parte de la población en España.

Esto último puede verse en la gráfica 40, en la que se muestra la participación de cada uno de los deciles en el ingreso español. Como puede notarse, entre 2007 y 2016 el decil más pobre tuvo una disminución en su participación del 16 por ciento mientras que el decil más rico y el 1 por ciento con mayores ingresos obtuvieron una participación del 5.5 y el 9.5, respectivamente. Esto da cuenta de las divergencias en términos de ingreso solamente al

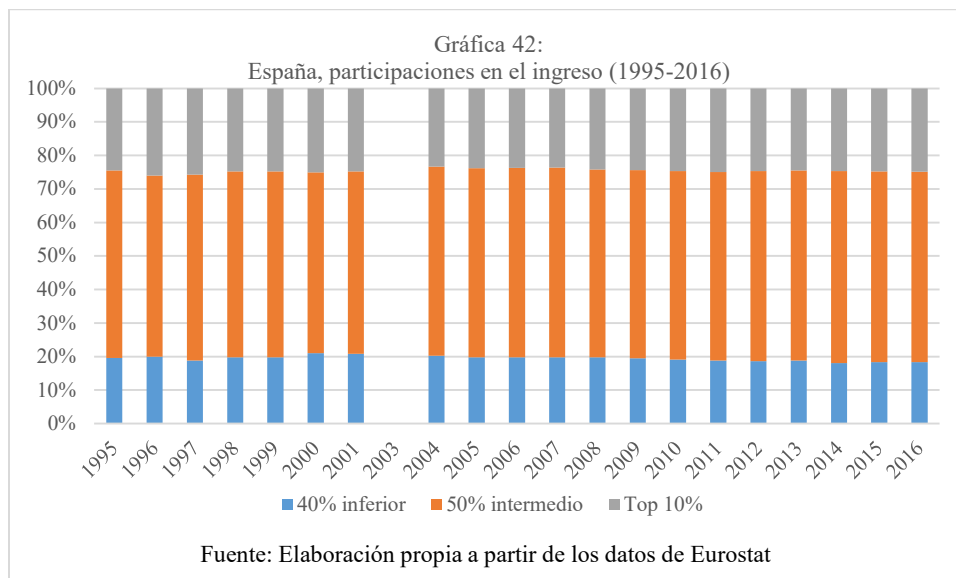
interior de la economía española en términos muy generales. Lo que se trata de resaltar aquí es que la crisis financiera de 2008 trajo consigo mayores condiciones de desigualdad y, por tanto, un aumento de la riqueza de un grupo minoritario de personas. En nuestro caso, lo que se busca resaltar es que, más que quedarnos con la idea de que la desigualdad sólo se dio al interior de la economía española, el elemento de desigualdad más contrastado fue el que se dio entre las clases trabajadoras o los deciles más bajos y los administradores del riesgo que operan en los mercados financieros globales.



Otro aspecto es que a nivel interno, es la participación del ingreso de los deciles; el 10 por ciento más rico tiene mayor relevancia que el 1 por ciento más rico, como lo muestra la gráfica 41 la participación de los deciles 7 al 10 tienen una mayor relevancia frente a otros. Pude notarse que el decil del 10 por ciento más rico en España está por encima del resto de los deciles e incluso, arriba del 1 por ciento más rico. Lo que nos indica que gran parte del ingreso es absorbido por el diez por ciento más rico de España.

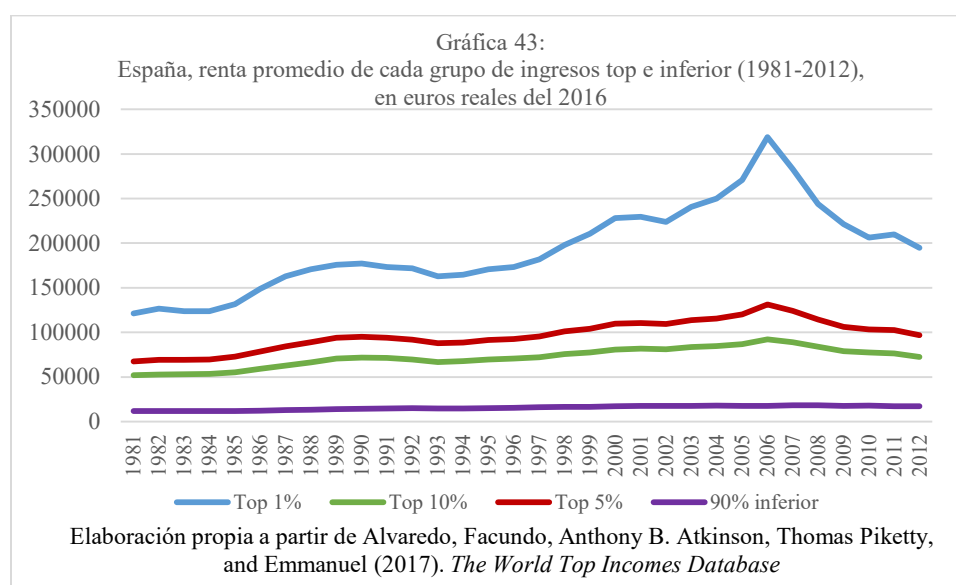


Esto mismo lo podemos ver de la siguiente forma en donde los deciles intermedios son los que tienen una mayor participación en el ingreso. En la gráfica 42 se muestra que los 4 deciles más pobres tienen un poco menos que la participación del 10 por ciento más rico de España y que gran parte de la riqueza se concentra en los deciles intermedios, es decir, entre el decil 5 y 9. Por ejemplo, en 2011 la participación del 40 por ciento inferior fue de 18.8 y el top 10 fue de 25; mientras que el 50 por ciento intermedio fue de 56.3

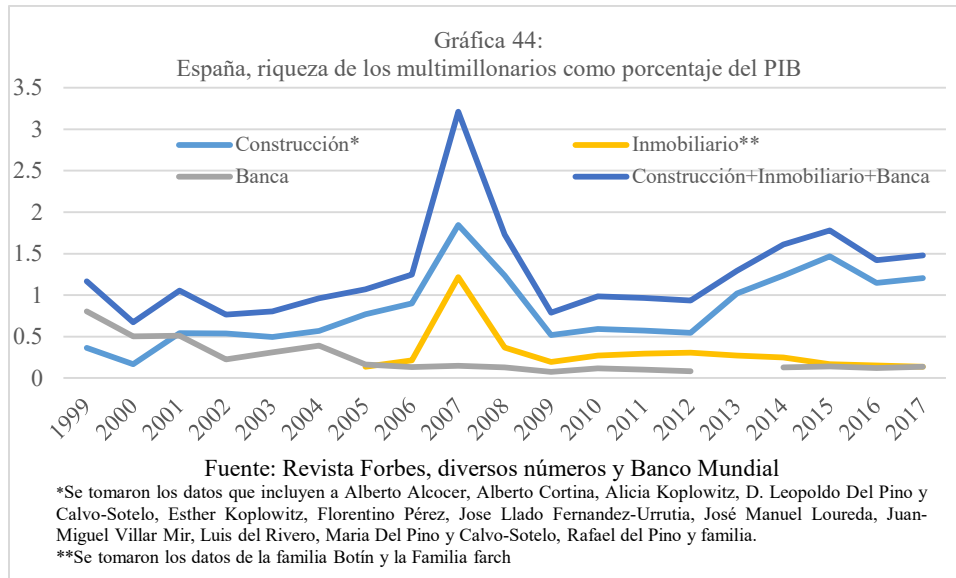


Esto nos da cuenta de que gran parte de la participación en el ingreso nacional no está vinculado con el 1 por ciento. Sin embargo, si en lugar de ver la participación de los deciles

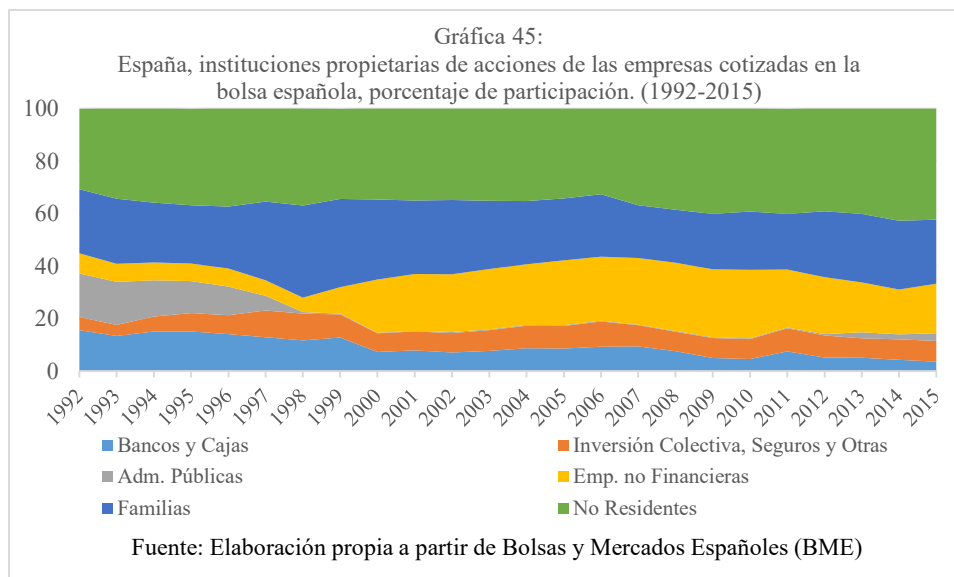
en el ingreso y vemos el ingreso promedio de los deciles. Esto nos da una perspectiva distinta porque es el 1 por ciento el que obtiene un mejor desempeño respecto de los demás percentiles. En la gráfica 43 se muestra el promedio de los percentiles superiores y se comparan con el 90 por ciento inferior. Esto nos permite ver qué grupo genera mayores beneficios y poder comparar la renta generada por el 1 por ciento respecto de la mayoría poblacional resumida en el 90 por ciento inferior. Lo que da una idea de las dimensiones de la concentración financiera por grupos de distinto nivel salarial y la capacidad de gasto o consumo de la mayor parte de la población.



En este sentido, se busca determinar qué grupos de interés al interior de la economía española tuvieron un mejor desempeño en términos de riqueza y vemos que el 1 por ciento fue el que mejor promedio tuvo, respecto de otros grupos. En la gráfica 44, se muestra parte de este 1 por ciento con datos de la revista Forbes y esta información recaba varias familias que están vinculadas con la actividad financiera. Como podemos ver, hay tres sectores en los que participan. En la banca, el sector inmobiliario y el de la construcción. Se puede notar que la riqueza como porcentaje del PIB durante la crisis de 2007 provocó elevadas ganancias para el sector inmobiliario y el de la construcción, principalmente. En términos generales, los tres sectores permitieron a estas familias a incrementar su riqueza por encima de los tres puntos porcentuales durante ese año.



A pesar de ello, el desempeño de las ganancias de las principales familias en los años posteriores a la crisis no parece haberse elevado de una manera extraordinaria. Esto se debe a que las ganancias derivadas de la crisis y el posterior rescate de las principales instituciones crediticias no se capitalizaron en el plano nacional. Como se venía mencionando a lo largo de este apartado, existen un grupo de actores de mayor relevancia y estos se refieren a los administradores del riesgo. En la gráfica 45 se ubican las instituciones con mayor participación en la bolsa de España. Puede notarse que en términos porcentuales que las empresas no financieras han tenido una mayor importancia, sobre todo desde 1999 con el proceso de articulación financiera europea. Pero lo que llama la atención, es el ascenso de la participación de las instituciones no residentes.



Ahora falta aclarar qué actores o grupos de interés están implicados en este grupo de inversionistas institucionales que participan en la bolsa española. En la tabla 8 se muestran las principales compañías que cotizan en la bolsa, el fondo de inversión implicado con la compañía y la sociedad gestora de los activos, así como del país de procedencia. Respecto a los bancos comerciales, los principales propietarios son un fondo noruego que tiene inversiones en otros sectores económicos. Esto nos da cuenta de la procedencia del capital accionario de este tipo de entidades crediticias y que, en el fondo, los intereses del capital especulativo van más allá del plano nacional y se gestionan en una dimensión o espacio global de finanzas mundiales.

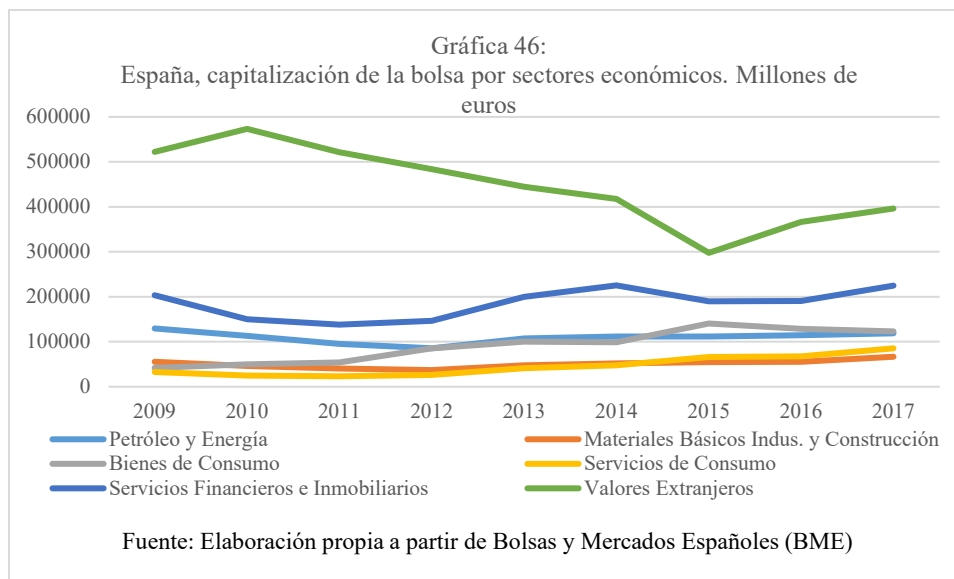
Tabla 8. Participaciones superiores a 100 millones de euros de fondos de inversión mundiales en compañías del IBEX35 (Datos correspondientes a mayo del 2013)

Compañía	Fondo de Inversión	Gestora de Activos	País	Posición (Mill Euros)	% de la Capitalización
Abertis Infraestructuras Sa Ord A	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	108	0,9%
Amadeus It Holding Sa Ord A	Alecta Pension	Alecta Pension Insurance Mutual	Suecia	227	2,2%
Arcelormittal Ord Reg	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	237	1,5%
Banco Bilbao Vizcaya Arg Ord	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	901	2,2%

Banco Santander Sa Ord	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	1.277	2,2%
Ferrovial Sa Ord	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	207	2,2%
Gas Natural Sdg Ord	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	147	0,9%
Grifols Sa Ord	American Funds EuroPacific Growth Fund	Capital Research & Management Co /World Investors/	EUA	187	2,8%
Iberdrola Sa Ord	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	445	1,7%
Indra Sistemas Sa Ord	Fidelity Low Priced Stock Fund	Fidelity Management & Research Co	EUA	170	10,0%
Industria Diseno Textil Inditex Ord	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	592	0,9%
International Cons Airline Grp Ord	Templeton Growth Fund	Templeton Global Advisors Ltd	EUA	255	4,2%
Red Electrica (Redesa) Corp Ord	First Eagle Global Fund	First Eagle Investment Management Llc	EUA	135	2,4%
Repsol (Ypf) Sa Ord	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	285	1,2%
Telefonica Sa Ord	Government Pension Fund - Global (The)	Norges Bank Investment Management	Noruega	1.105	2,1%

Fuente: Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid (2013).

En la gráfica 46 se muestra la capitalización bursátil por distintos sectores económicos en millones de euros. Puede notarse que los valores extranjeros son los que mayor rendimiento tienen en la bolsa española. En el caso de los servicios financieros e inmobiliarios se encuentran en la segunda posición los cuales les hace ser un sector altamente rentable para el capital especulativo.

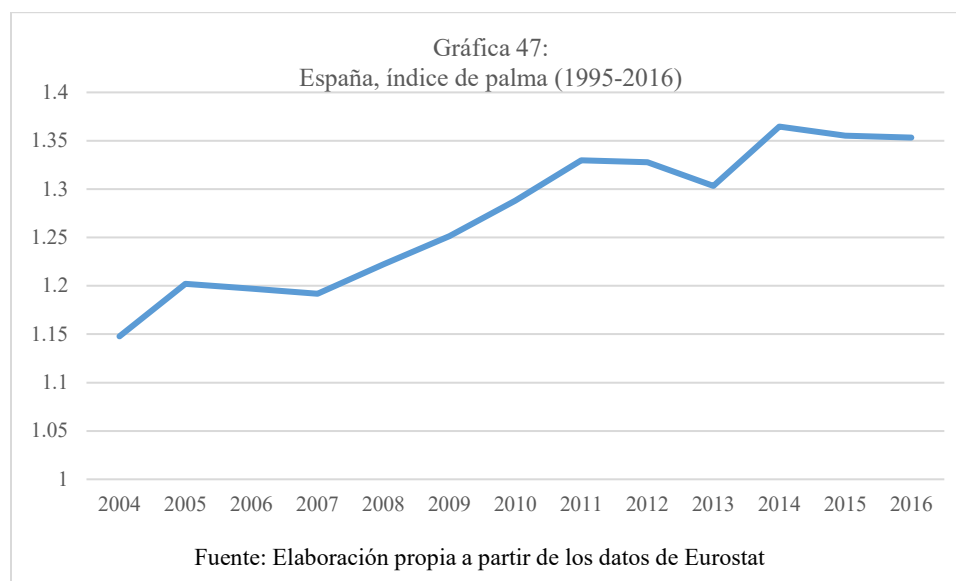


Los datos nos muestran una elevada rentabilidad o riqueza financiera respecto al detrimento en el ingreso de los deciles más bajos. En la gráfica 32 se indicó que hubo una enorme inversión en activos financieros en España, sobre todo por parte los fondos de inversión con sede en EUA, en términos generales. Esto no exenta el hecho de que existan enormes inversiones por parte de fondos de inversión noruegos o con sede en Reino Unido y Alemania. Lo que se muestra aquí es la concatenación de los flujos crediticios a nivel mundial. Debido a que los movimientos del capital accionario y demás instrumentos financieros como títulos o derivados mantienen esa misma tendencia. Sin embargo, este tipo de información se maneja en términos muy generales debido a lo difícil que representa encontrar fuentes confiables de datos que permitan estudiar a fondo estos movimientos de circulación del financiamiento a nivel mundial.

En la medida en que creció el crédito total en España, también lo hizo la desigualdad de ingreso. Una forma de ver esto último es con el índice de Palma; se construye comparando el 40 por ciento de los deciles inferiores y se compara con el 10 por ciento más rico⁴⁹. Podemos notar en la gráfica 47 el acelerado ascenso de la brecha entre pobres y ricos, que pasó de 114 por ciento en 2004, a 136 por ciento en 2014. Sin embargo, esta brecha es sólo en términos de las distintas clases sociales dentro de España. Es difícil encontrar información sobre la

⁴⁹ Este índice lo planteó Palma (2016) para el caso de las economías latinoamericanas con el objeto de transparentar lo que el índice de Gini no permitía ver. Comparar el ingreso del 10 por ciento más rico con el 40 por ciento más pobre permitía ver la desigualdad sobre un coeficiente que exponía con claridad qué porcentaje del ingreso se llevaba el decil más rico respecto del 40 por ciento más pobre.

desigualdad entre el porcentaje más pobre de un país respecto de las clases más ricas del mundo financiero; es decir, los operadores de los mercados financieros y el conjunto de agentes que se involucran en un proceso de financiarización a nivel mundial. Esto nos indica que la desigualdad no sólo se circunscribe en las clases sociales de un país; sino que, a su vez, se manifiesta entre la población de la clase trabajadora y los administradores del riesgo, y por supuesto los beneficiarios que vienen siendo los fondos de inversión y demás inversionistas institucionales que operan a nivel mundial.



En este sentido, las condiciones de desigualdad se crean a partir del uso que se le da al crédito y cómo es que el financiamiento es impulsado a través de los inversionistas en los mercados de capital mediante la compra de instrumentos derivados del crédito. El crecimiento de las actividades financieras motiva la demanda de mayores títulos en los mercados financieros a nivel global. Esto amplía la brecha entre la riqueza financiera de los mercados globales y la pobreza de los habitantes de cada país. Ante este escenario la desigualdad va más allá de elementos puramente nacionales. Es decir que los vínculos que crean los flujos crediticios mediante la administración del riesgo, impulsan la riqueza financiera mediante la circulación global de activos y, ante esto, la caída del ingreso dentro de las economías nacionales. En este caso, España es un ejemplo de este proceso.

En el contexto de estas condiciones globales, los gobiernos nacionales simplemente se dedican a reaccionar ante cambios en las variables macroeconómicas como pueden ser el tipo

de cambio, la tasa de interés, la inflación, etc. Sin que ninguna de sus acciones tenga la capacidad de modificar las condiciones actuales. La constante interacción de los administradores del riesgo con los gobiernos nacionales condujo a las economías a llevar a cabo políticas macroprudenciales que se enfocan, principalmente, a regular los requerimientos de liquidez de los bancos comerciales. Sin embargo, esto no tiene efectos reales en el comportamiento, en la diversificación y la profundidad del sector financiero en conjunto. Hay una creciente necesidad de ver al crédito no sólo como un elemento o componente relacionado con bancos y entidades de financiamiento sino de las distintas formas en las que se puede presentar ante nuestros ojos. Una de ellas puede ser la creación de contratos derivados de actividades especulativas y el crédito es un elemento que justifica y que conecta decisiones o motivos de inversión en torno al riesgo financiero. Como se vio anteriormente, el proceso de articulación financiera es un contexto en el que la circulación de instrumentos financieros tiene lugar. Permitted la concatenación entre procesos crediticios a nivel nacional con los flujos financieros a nivel global. Ambos movimientos circulatorios de capital especulativo transformaron al crédito en crédito especulativo.

Los circuitos de crédito se expanden a partir de las operaciones financieras que administran riesgo. El capital especulativo tiene lugar en este tipo de operaciones que se expresan en un crédito con un objetivo depredador mediante su función pecuniaria para expandir toda una serie de actividades con un objeto ocioso por parte de los administradores del riesgo. A partir de ello, se institucionaliza la riqueza financiera para establecer las bases ideológicas sobre las cuales el crédito especulativo puede fluir con total libertad de expansión en todo el mundo.

Esto nos plantea la necesidad de repensar la manera en que funcionan los circuitos crediticios, desde una concepción holista. El papel de las finanzas públicas (o déficit fiscal), la banca central, los bancos comerciales, las familias y los agentes operadores de los mercados de capital que sostienen las bases ideológicas de impulsar el riesgo como la principal fuente de ganancia en el curso de las finanzas globales. Las entidades crediticias, en ese contexto, tienen un papel ocioso y especulativo respecto del sector industrial/empresarial. La banca central que se enfoca a objetivos de inflación mediante el control del crédito bancario para fijar una tasa de interés que no incrementa los niveles de empleo y producción. Esto pone en riesgo el ingreso de todo un país, como España. Independientemente de las operaciones de la

banca central que busquen aumentar o disminuir la tasa de interés, incluso a nivel negativo, no tiene ningún efecto para compensar los efectos negativos del endeudamiento nacional sobre el empleo y los salarios. Entonces, es cuando la crisis social se vuelve una crisis política y, posteriormente, una crisis de la teoría económica.

Esas tres crisis de la actualidad nos indican que tenemos que poner atención especial al funcionamiento del crédito. Porque mientras la expansión crediticia impulsó el consumo y el detrimento de los salarios, lo que llevó a una etapa de sobreendeudamiento especulativo. El deterioro de los balances financieros de los bancos se interpretó por las autoridades reguladoras como una crisis financiera. Sin embargo, dicha crisis fue transferida a la sociedad española a través de socializar la deuda y la convirtió en una crisis social. Mientras que las políticas de ajuste presupuestario del sector público se encaminaron a recortar los programas sociales que podían servir para atenuar los efectos negativos del rescate bancario. Esto se debió, sobre todo, a que el banco central, en el contexto del euro, no tiene la capacidad de financiar los déficits gubernamentales lo que lleva a un colapso institucional y social. Una espiral en caída de precios y salarios que parece no tener fin mientras se mantengan las condiciones actuales.

Eso último crea una enorme cantidad de pobreza, mientras, por otro lado, una opulencia pecuniaria fundamentada en el crédito que crea el sector privado. En este sentido, como se planteó en el capítulo teórico de este trabajo, las fuentes del financiamiento son un elemento clave que nos permite entender las condiciones, sobre las cuales, se desarrolla la actividad especulativa y depredadora del crédito que proviene de todas las acciones que se emprenden por parte del sector privado, en particular, de los administradores del riesgo. Ambas fuentes se pueden entender como dos subsistemas de circulación: el que proviene de la banca comercial (subsistema monetario de la producción) y el subsistema institucional, que pertenece al sector público.

Dichas fuentes de crédito se desarrollaron en un contexto social donde el subsistema monetario de la producción (bancos) se transformó en un subsistema monetizado desvinculado de la esfera productiva (esto es, una serie de actividades vinculadas con la actividad industrial/empresarial). Esto se debió a que el crédito privado se sustentó en una ideología que favorecía al individuo. La sociedad al verse inmersa en una tendencia

consumista a nivel individual, dio prioridad al desarrollo del crédito bancario desde una perspectiva pecuniaria y ostentosa. Mientras que el crédito público que se enfocaba más a los beneficios sociales, es decir que tomaba en cuenta al conjunto social, sobre todo, financiar el gasto público en servicios públicos, se vio desmotivada al presentar sus beneficios únicamente en el plano colectivo, y no a nivel individual o personal. Hoy en día esto hace que el crédito se haya desarrollado con mayor fuerza en un sector privado. A partir de ello, la capacidad de la clase depredadora, del ámbito financiero, puede impulsar el financiamiento mediante la administración del riesgo. La baja tendencial de ganancia de la esfera de la producción impulsó el desarrollo de la actividad especulativa y el crédito pudo impulsarse, incluso, desvinculado de la producción.

El acelerado impulso del valor del riesgo en torno al crédito hizo que el capital especulativo pudiera establecer una fuente de dinero adicional que no estaba contemplada por la teoría económica: la creación de contratos financieros como una fuente alternativa de dinero que se crea en los mercados de capital. Estos son todos los títulos derivados de operaciones de riesgo que se comercializan entre los inversionistas institucionales. La administración del riesgo funciona como un vínculo entre la creación de dinero por parte de los bancos en un subsistema monetario y lo concatena con un espacio global de dinero impulsado por la relación ganancia/riesgo. Sin embargo, esta es una idea que surge con el desarrollo de este trabajo. Aún falta explorar más sobre las fuentes del dinero y su funcionamiento dentro de una totalidad de circuitos articulados. Por eso, todavía es pronto sacar conclusiones al respecto; dichas afirmaciones podrían ser objeto de otra investigación.

Para concluir este apartado, podemos esbozar algunos elementos que pueden ayudar compensar, en gran parte, las condiciones desiguales que provoca la expansión del crédito especulativo, es decir, trazar algunas posibles salidas en torno a esta problemática.

Primero, la relación del crédito privado/público sustentado en las dos fuentes de dinero, deben de enfocarse a emplear un crédito público con objeto social. Las cajas de ahorros, con objeto social, sólo podían impulsar el financiamiento a partir de la captación de los depósitos de los trabajadores. Esto ayudaba a mantener un nivel de ahorro e ingresos estable para el consumo y el endeudamiento. A pesar de la estabilidad financiera que esto tenía, no se podía evitar que el crédito bancario cobrara cada vez más una fuerte presencia y dominio social.

Lo que nos lleva a esbozar una vía: un crédito público enfocado a defender los intereses de los trabajadores. Ya sea por el lado del consumo o la inversión, para evitar las crueldades del cobro de las deudas por parte del sector bancario. Esto sería una competencia entre crédito público y privado. Todas esas familias afectadas por las estrictas normas no tenían defensa ante la crueldad del cobro de la deuda. Un crédito público enfocado a sustentar los ingresos personales y a proteger los ahorros permitiría estabilizar la renta doméstica y evitar la socialización de las deudas, lo que nos lleva al segundo punto.

Para que el crédito público se pueda impulsar por parte del sector gubernamental, primero se requiere replantear los objetivos económicos del banco central y, como punto de partida para el caso del euro, permitir ser prestamista del gobierno para que el déficit presupuestal sea administrado y sostenido por la relación entre la autoridad bancaria central y la autoridad fiscal. Tercero, el banco central necesita reorientarse a ser un financiador de la producción y a controlar un volumen de crédito conforme a un objetivo de pleno empleo y abandonar su enfoque a la inflación. Es decir, no se necesita que un banco central establezca tasas de interés óptimas para una inflación subyacente como objeto de política económica. Se requiere que el banco central sea financiador de la producción y del empleo y se establezcan pautas para el establecimiento del pleno empleo. Lo que nos lleva al cuarto punto enfocado a la inflación. Dicho objetivo sería asumido por la autoridad fiscal, esto se debe a que la política fiscal tiene un efecto directo con el nivel de demanda y ésta, a su vez, tiene relación con el control de precios. El control de la demanda permitiría el control de precios porque se actúa sobre los beneficios de las empresas. Esto implica que para reducir la inflación se tendría que sacrificar una parte de la producción, y viceversa. Como último punto, y tal vez el más complejo, se refiere al control de lo que sucede en los mercados de capital y, en esto, se requiere una entidad supervisora del mercado de valores lo suficientemente sólida para reconducir el crédito creado a partir del mercado de valores y enfocarlo a la producción, esto se debe a que hay una relación complementaria entre el sistema bancario y los mercados de capital. Se pueden establecer reglas para obligar a las entidades de la bolsa de valores a invertir en la producción local por un determinado porcentaje. Y, sobre todo, establecer valores financieros que puedan captar los ahorros de las familias en el mercado de capitales y protegerlos con el objeto de evitar un colapso del ingreso por sobreendeudamiento. Esto sería utilizar el crédito

con una meta social. Es posible alcanzar un equilibrio social si la renta financiera y el crédito se pueden distribuir de manera equitativa entre las distintas clases sociales.

Conclusiones

Se concluye que los circuitos crediticios españoles se vincularon con agentes financieros de resto del mundo a través del BCE. Un punto importante fue que la adopción del sistema europeo de bancos centrales impuso una restricción al gobierno español para gestionar sus propias finanzas públicas. A partir de eso, hubo una dependencia de flujos crediticios provenientes, principalmente, de los bancos comerciales. Esto tuvo el efecto de que los recursos financieros que el sector gubernamental transfirió a las cajas de ahorro para recomponer sus balances financieros, deterioraron los ingresos de las familias y las pequeñas empresas.

El problema de la austeridad fiscal no es un tema únicamente político, sino de consideraciones técnicas de enorme peligro para la sociedad, pues los gobiernos que no pueden gestionar su propio déficit y de esta manera tener un control sobre los circuitos crediticios nacionales, impide que la recuperación del empleo y el ingreso de las familias sea posible. Esto se debe a que cualquier transferencia o gasto gubernamental estará sometido a las condiciones crediticias impuestas por los bancos comerciales más grandes y a las disposiciones del BCE, gestionado por el Eurosistema. De tal manera que la recuperación y estabilidad macroeconómica no es un asunto de política interna, sino de disposiciones institucionales internacionales que detentan un enorme poder.

Otra conclusión es que el crédito privado con un objetivo especulativo, crea un circuito dinerario depredador de la renta nacional, correspondiente a los sectores más desfavorecidos. Es decir, que el desarrollo de ese tipo de crédito promueve mayores condiciones de desigualdad al incrementar las rentas financieras que se extraen de las economías del plano doméstico. A partir de ello, se desarrolla una brecha entre el crédito privado y el público. Éste último se requiere impulsar para mejorar las condiciones de desigualdad del capitalismo en España y el resto de la eurozona.

Conclusiones finales

En este trabajo, se propuso como objetivo principal el análisis de los cambios en los circuitos de crédito en España y cómo esa transformación estuvo contextualizada en un proceso de articulación financiera europea. A lo largo del desarrollo de la investigación se buscó responder a la pregunta sobre ¿Cómo se dieron esos cambios? Y ¿Qué vínculos tienen bajo un contexto de articulación financiera?

A partir de la incorporación de los circuitos crediticios españoles a la articulación financiera europea, se desarrolló una profunda transformación en las relaciones de financiamiento en España: hubo una articulación financiera con desarticulación dentro de los circuitos de crédito españoles. Esto se debió a los cambios institucionales que se llevaron a cabo, para la incorporación de España a la eurozona y al establecimiento de un sistema de bancos centrales que modificó, de manera interna, las relaciones de financiamiento entre el sector público y el privado.

Como primer objetivo particular se propuso una interpretación teórica del crédito (dinero) en los circuitos. Esto condujo a la siguiente pregunta ¿Qué perspectiva teórica considerar para el estudio? En primer lugar, se optó por la Teoría General de los Sistemas, con el objeto de interpretar al crédito en sus dimensiones globales y adoptar el marco teórico del circuito monetario como teoría particular, lo que permitió ver el funcionamiento y las capacidades crediticias de un país como España, para dar un lugar fundamental al crédito dentro del funcionamiento del capitalismo. Dado el reto que impuso esta investigación, el enfoque circuitista fue acompañado por un método holista. De esta manera, se relacionó ese enfoque con otros de la escuela heterodoxa, como fueron la visión postkeynesiana y la institucionalista. La ventaja de utilizar este marco permitió ver al proceso de financiarización dentro de un entorno mundial que, en el caso de España, atraviesa a los circuitos crediticios nacionales y eso da cuenta de cómo se desarticula el financiamiento a la inversión y articula el financiamiento especulativo.

A lo largo de los capítulos se destacó la función del crédito en una economía capitalista desde un punto de vista tanto empírico como teórico. Se utilizó una visión holista para comprender el papel que tiene para el desarrollo económico de un país como España. Es decir, que si entendemos el crédito desde una visión sistémica podemos asimilar la enorme capacidad que tiene una economía para impulsar políticas de crecimiento económico en función de los

requerimientos sociales, en términos de consumo e inversión (y por tanto, producción y empleo) pública y privada. Un enfoque sistémico de la teoría postkeynesiana nos permite entender la función del dinero (crédito) como una totalidad que explica un conjunto de circuitos interconectados que concatenan agentes económicos en un entorno de finanzas internacionales.

Respecto al segundo objetivo se buscó un marco histórico en el que se pudiera ver la evolución de los circuitos de crédito en España hasta finales del siglo XX. La pregunta fue: ¿Cómo se desarrollaron históricamente? A lo largo de ese capítulo nos dio cuenta de la importancia de la política crediticia para el impulso de la inversión y la conformación de la industria.

El marco histórico nos permitió ver el funcionamiento del crédito en la economía capitalista. Por un lado, las dos fuentes del dinero: la primera, compuesta por la relación entre las finanzas públicas y el banco central que se concreta en la creación dineraria a partir del gasto público. En segundo lugar, las entidades bancarias, quienes son responsables de la creación de dinero desde la nada (*ex nihilo*). De esta forma existieron diversos métodos de financiamiento del déficit público en distintos momentos. Por otro lado, las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito se definen como entidades de depósito. Esto último es de gran importancia, pues, las primeras, surgieron como fundaciones privadas y las otras se concibieron como cajas rurales. Ninguna de ellas tiene la capacidad de crear dinero como las entidades bancarias, la forma en la que otorgan financiamiento es a partir de los ahorros captados en depósito. Lo que significa que captan el dinero creado por los bancos y/o el sector público a través del gasto.

El tercer objetivo particular se enfocó al desarrollo del contexto de articulación financiera en Europa, para responder a la pregunta: ¿Cómo se dio ese contexto? Una respuesta directa sería que se buscó impulsar la creación de un mercado financiero único, de tal forma que los flujos de capital a nivel mundial tuvieran una mayor concatenación a nivel europeo y, a su vez, de Europa con cada país.

El entorno financiero internacional tuvo un papel fundamental en la reconfiguración de los circuitos financieros globales. Las entidades financieras han sido más selectivas al otorgar créditos y los han dirigido hacia un reducido número de sectores. En el caso de España, el

crédito al consumo ha sido un mecanismo de impulso a las ganancias. Sin embargo, las consecuencias del aumento de los niveles de endeudamiento los han sufrido miles de familias y empresas pequeñas residentes de ese país. Bajo esas condiciones, existe una enorme incertidumbre sobre el rumbo que deben retomar los gobiernos para solventar el pago del rescate bancario, que han transferido hacia los hogares españoles y, a su vez llevado consigo las consecuencias de la austeridad fiscal. Esto último, complica el panorama para mejorar los ingresos personales de miles de familias, ya sea a través de la creación de empleo y/o aumentos salariales.

Lo anterior nos indica que en esta nueva etapa del capitalismo existen mayores interconexiones entre los circuitos crediticios españoles con los flujos financieros a nivel internacional. Sin embargo, al mismo tiempo, esto implica una menor concatenación crediticia entre las instituciones que conforman los circuitos españoles. Este proceso dialéctico ha tenido como consecuencia la disminución de las capacidades crediticias del sector público y una mayor capacidad por parte del sector privado. Por primera vez en la historia, hemos sido testigos de la conformación de un sistema institucional europeo que va en contra del funcionamiento del dinero enmarcado en una lógica capitalista nacional. Se dio prioridad a la creación de un sistema europeo de bancos centrales. De esta forma, se quebraron los vínculos crediticios entre la banca central y los gobiernos de cada país.

Respecto del cuarto objetivo, se contextualizó la transformación de los circuitos de crédito en España en el marco de la articulación financiera europea. La pregunta que se buscó responder fue: ¿Cuál fue la repercusión que tuvo la articulación financiera europea sobre los circuitos crediticios en España? Una primera respuesta sería que mayor inestabilidad e incertidumbre. Sin embargo, fue mucho más complicado que eso.

El nuevo marco financiero institucional, implementado con la creación de la zona euro, llevó a cabo nuevos arreglos institucionales en que los gobiernos de cada país no eran capaces de gestionar por sí mismos su déficit público. Como se mostró en el capítulo de la historia de los circuitos crediticios españoles, existieron diversas formas de financiamiento público que permitieron al gobierno español sostener los superávits del resto de los sectores económicos (familias, empresas financieras y no financieras). Un gobierno que no es capaz de controlar su propio déficit provoca que el consumo de todo un país dependa del endeudamiento con el

sector bancario y que una etapa de crecimiento acelerado por consumo, respaldado por deuda, acabe con la caída tanto de los ingresos personales como de los ahorros.

Con la incorporación de España al euro, se llevó a cabo un proceso de articulación financiera europea. La cual se centró en la vinculación de los circuitos de los bancos centrales de cada país con los bancos comerciales de toda la región. El resultado fue que los bancos tuvieron una conexión directa con los espacios financieros internacionales a través del sistema europeo de bancos centrales. Esto volcó toda su actividad hacia un terreno más especulativo. Sobre todo por medio de las operaciones *carry trade*, a las que tenían acceso gracias a las facilidades crediticias del BCE. De esta forma, el crédito pudo crecer a niveles inesperados. A su vez, la desconexión de las finanzas públicas con la banca central reveló una de las conclusiones más importantes de este trabajo: la capacidad de financiamiento de las entidades de depósito dependía del flujo dinerario proveniente del gasto público (el aumento del déficit público tiene como efecto el aumento de los ingresos personales y de los ahorros, lo que, a su vez, aumenta los depósitos en cajas y cooperativas). Como este último estuvo limitado, a través del arreglo institucional de la eurozona, tanto las cajas de ahorro, como las cooperativas comenzaron a presentar problemas de fragilidad en sus balances financieros. La cartera de préstamos dudosos comenzó a aumentar. Naturalmente, esto dejó la vía libre para que la banca comercial entrara en una gran etapa de fusiones y adquisiciones de cajas que rentabilizaron y permitieron que le pudieran arrebatarse a éstas últimas el negocio hipotecario después de tantos años de intentos fallidos.

Anteriormente, se tocó el tema de la importancia que los gobiernos tenían para controlar su déficit público. En este sentido, para que la banca pública y fundaciones de crédito privado, en forma de entidades de depósito puedan funcionar, se requiere que ambos tipos de entidades mantengan un circuito conectado directamente con el gasto público de tal forma que no dependan de los mercados financieros, ni de otro tipo de entidad privada para su estabilidad. Un financiamiento público puede promover una mayor estabilidad y confianza de estas entidades a través de la solvencia que el mismo déficit público les pueda proveer. Esto último significa que se requiere de un déficit público elevado, más de lo que convencionalmente se piensa, con el fin de que los ingresos personales crezcan lo suficiente para crear un excedente

privado, lo suficientemente alto, para que los ahorros aumenten y, finalmente, estos recursos sean canalizados a través de las entidades de depósito.

La primera conclusión de este trabajo está relacionado con la parte teórica respecto a las fuentes de creación del crédito (dinero) desde un todo articulado a través de concatenaciones financieras a nivel mundial. Los nexos entre los circuitos crediticios nacionales, resumidos en las dos fuentes de dinero: los bancos y el sector público, han tenido un mayor vínculo con los circuitos financieros internacionales. Durante la etapa de transición del capitalismo, conducido por la industria, al dominado por el sector financiero (financiarización), los salarios, el empleo y la inversión pasaron a depender de las instituciones administradoras de riesgo. Esto impuso las condiciones para que independientemente de las fronteras nacionales de cada país se redujeran los límites entre lo global y lo local. Las relaciones causales del crédito de cada país estaban cada vez más explicadas por las actividades de los administradores de riesgo (o del dinero) en los mercados financieros internacionales.

Desde esa visión teórica podemos concluir, en segundo lugar, que la variable articulación financiera funciona como un vehículo de absorción de excedentes. Los dos subsistemas dinerarios de creación de crédito, el institucional y el de la producción, son un componente local o nacional que genera financiamiento y que la mayor implicación de los grupos que integran la articulación, como los inversionistas institucionales, entidades emisoras de activos, bolsas de valores, e intermediarios financieros, se centran en la colocación de activos financieros en los mercados globales. Esto concatena procesos industriales, comerciales y financieros implicados en el proceso de creación de crédito. Dichos actores buscan interrelacionarse cada vez más con las economías nacionales para sostener la tasa de ganancia; pueden, incluso, impulsar el crecimiento del crédito por encima del nivel de ingreso.

Una tercera conclusión, vinculada con la parte histórica es que, a lo largo del periodo considerado, el crédito fue y es un instrumento o vía para impulsar las ganancias. Es decir, que tiene un componente político importante en la medida en que puede desarrollar los sectores económicos de manera selectiva o no. Esto lo confirmamos en la relación entre la banca comercial y las finanzas públicas. El financiamiento de los bancos al gobierno tuvo la finalidad de proteger las ganancias de los grandes bancos. La conformación de un club de banqueros a partir de la concentración de capital bancario fue importante en distintos

periodos históricos para impulsar la agricultura, o en otras etapas, apoyar la estrategia de industrialización en España. Para ponerlo de una forma más simple, el financiamiento bancario al sector público no era una necesidad económica, en términos técnicos, fue una medida política que tuvo dos elementos vinculados entre sí: por un lado, impulsar las ganancias bancarias para incrementar rápidamente sus activos y por otro, ese impulso se enfocó a la industrialización.

La expansión del capital bancario trajo consigo una elevada participación accionaria de los bancos comerciales en la industria (mediados del siglo XX). Las ganancias de la banca a partir del financiamiento industrial fueron reorientadas al control del capital industrial a través de la inversión en acciones y, por tanto, una forma de propiedad y fusión entre capital bancario e industrial para la conformación de un capital financiero. Cada crisis destruía capital bancario y se transformaba en una concentración de capital de los grandes bancos a través de las fusiones y adquisiciones que se realizaban con los bancos de menor tamaño. De esta forma, siempre hubo una competencia entre la banca extranjera y la nacional. En algunos periodos los gobiernos apoyaron a una u otra, o en algunos casos, a ambas.

De esta forma, el banco central garantizó el déficit presupuestario para sostener las ganancias bancarias. Mediante el control de la tasa de interés, la autoridad monetaria pudo fijar el costo de financiamiento de las entidades bancarias, lo que representaba los costos primos de la banca comercial. Dicho sistema permitió expandir el capital industrial a través de dos formas de financiamiento: la participación accionarial de los bancos en la industria; y el crédito a la inversión en este rubro.

El crecimiento del capital accionarial de las entidades industriales los condujo, con el paso del tiempo, a depender en menor medida del financiamiento bancario y centrarse más en expandir su capital especulativo. Los bancos, mientras tanto, se enfocaron en financiar más el consumo y la vivienda. La tendencia decreciente de las ganancias industriales tuvo como resultado la creación de formas alternativas de rentabilidad y el sector financiero fue la respuesta. La industria se enfocó en el capital accionario y los bancos al crédito con objeto especulativo. Las entidades de depósito, como las cajas y las cooperativas, daban una cierta estabilidad financiera a la economía, pues mientras que la banca estaba enfocada a la creación de dinero, estas otras se centraban en captar ahorros para conducirlos en forma de préstamos.

Manténían una rentabilidad estable, por lo que con el paso del tiempo se les fueron dando atribuciones financieras para que su transformación en banca fuera llevada a cabo por los grupos financieros más poderosos de España.

La cuarta conclusión está vinculada con el tercer capítulo de este trabajo: la articulación financiera sirvió como plataforma para la absorción de ganancias. La conformación de un mercado financiero europeo, a través de las políticas impulsadas para el establecimiento de un banco central relacionado con el euro desde 1999, concatenó al circuito financiero de los mercados de capital con los bancos comerciales españoles. Dos elementos de carácter especulativo surgieron a través de ese proceso: las operaciones carry trade, a través del financiamiento de las entidades en una moneda de bajo rendimiento, y la titulización combinada con las operaciones fuera de balance. El capítulo 3 puso a prueba la combinación entre la articulación financiera europea y los circuitos de crédito españoles. El resultado se expresó en el capítulo 4.

Como conclusión del capítulo 4 se puede afirmar que el proceso de articulación financiera provocó una profunda transformación de los circuitos crediticios españoles y que su resultado fue la adopción de cada vez más estrategias especulativas y depredadoras del capital financiero, por lo que hubo efectos en la distribución del ingreso hacia dentro de España. La articulación financiera europea, promovida por la mayor concatenación entre los mercados de capital y los bancos, se orientó a reformar la política financiera y crediticia española. Se buscó otorgar mayores atribuciones legales a las entidades de depósito para promover su absorción o fusión. A partir de dicha articulación, se buscó adoptar políticas de superávit presupuestal con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (Tratado de Maastricht), se pudo ver que tanto el sector de los hogares y los corporativos cayeron en saldo negativo, por lo que ambos se convirtieron en financiadores del superávit gubernamental. Una crisis de las principales entidades de los circuitos crediticios españoles, como los bancos, se convirtió en una crisis política en el momento en que se transfirió toda la deuda bancaria a las finanzas públicas, y ésta, a su vez, fue transferida a la sociedad, por lo que se convirtió en una crisis social que tuvo su expresión en la caída de los flujos de efectivo tanto de los hogares como de las empresas.

Parecía entonces que los bancos comerciales ya no podían seguir creando dinero dadas las condiciones tan desiguales hacia dentro de la sociedad con una ineficiente distribución del ingreso. Sin embargo, fueron las reclamaciones extranjeras, operaciones de sus filiales en moneda local como cartera de préstamos, las que permitieron que pudieran mantener un margen de ganancia y capacidad de creación de crédito suficiente para mantenerse dentro del circuito financiero europeo. Con ello, se pudo probar que la recirculación de las ganancias del capital bancario no se da en un espacio nacional, sino en el plano internacional de los mercados de capital. Por esa razón, los bancos entraron en operaciones carry trade obteniendo créditos accesibles del BCE. El crédito pudo mantenerse, e incluso aumentar por encima del ingreso nacional. Por lo tanto, el crédito privado, dirigido a las actividades especulativas, promovió la creación un circuito dinerario depredador del ingreso nacional. La adopción de políticas que favorecieron la articulación financiera, desarticularon los circuitos de crédito locales en donde se incrementaron las condiciones de desigualdad al promover las rentas financieras que se absorbe dentro del espacio doméstico. Con ello, se desarrolló una brecha entre el crédito privado y el público.

La hipótesis planteada en este trabajo se enfocó en tomar a la variable articulación financiera europea como un elemento explicativo de los cambios dentro de los circuitos crediticios españoles. En el capítulo 2 se explicó el desarrollo de la variable dependiente antes del año 2000. En el capítulo 3, se puso a prueba el efecto que tuvo la articulación sobre los circuitos crediticios españoles. Dicha combinación, resultó en un capítulo 4 donde los principales elementos que surgieron fueron, por un lado, la especulación, y por otro, la distribución desigual del ingreso. Ambos elementos se comprobó que tenían relación a través de las políticas monetarias, crediticias y fiscales adoptadas por las principales autoridades económicas. Mostrados los resultados en estas conclusiones podemos afirmar que se pudo comprobar la hipótesis.

La aportación de este trabajo fue que se utilizó a la articulación financiera como una variable explicativa. Esto es, la concatenación entre los bancos y los mercados de capital. El hecho de que los primeros recibieron cada vez más atribuciones de carácter legal, les permitió realizar operaciones con un objetivo especulativo. Esta forma de explicar los cambios que ocurrieron los circuitos crediticios fue partir de lo general a lo particular, lo que permitió ver las

repercusiones del proceso de articulación con las finanzas públicas, el papel del banco central, la banca, las entidades de depósito, la inversión, el empleo y las familias. Un todo interrelacionado que explica cómo el crédito de la economía doméstica crece a partir del proceso especulativo en los mercados de capital. Y por supuesto, sus repercusiones en la distribución del ingreso.

Sin embargo, la variable explicativa utilizada en este trabajo no contradice lo que se afirma respecto a la financiarización, sino que dicho elemento puede ser un complemento que nos permite ver al crédito desde una realidad sistémica en la que coexisten diversos elementos y que la articulación financiera tiene repercusiones con los procesos comerciales, industriales, así como del ingreso y el empleo, y enfoca al tema del crédito hacia el mejor entendimiento de sus fuentes de creación, la manera en que evolucionan y se interrelacionan con la totalidad.

Por lo tanto, la articulación financiera como variable explicativa puede ser objeto de otros temas de investigación, como puede ser el T-MEC o *Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá*, en el sentido de explicar cómo se articula financieramente la relación entre dichos países con la implementación de ese tratado. ¿Qué elementos de carácter global operan en lo local?, para el resto de las economías latinoamericanas, ¿Cómo se expresa la articulación financiera? Y ¿Qué características tiene? Puede incluso estudiarse la variable articulación financiera europea en sus repercusiones con México a través del tratado comercial que existe, y evaluar qué actores están implicados en ese proceso y qué grupos de interés son beneficiados. En este trabajo, se probó que la articulación financiera es una variable explicativa que puede utilizarse en distintos escenarios de tiempo y espacio y de esta forma dar luz sobre qué políticas económicas podrían adoptar los países, de acuerdo a su propia realidad.

Referencias bibliográficas

Acharya, Viral V. & Steffen, Sascha (2013). “The 'greatest' carry trade ever? Understanding eurozone bank risks”. *NBER Working Paper* No. 19039

Almazan, A., Martín-Oliver, A., & Saurina, J. (2015). “Securitization and banks’ capital structure”. *Review of Corporate Finance Studies*, cfv002.

Altuzarra, A., Ferreira, J., Gálvez, C., Gomez, C., González, A., Peinado, P., & Serrano, F. (2013). *Studies in Financial Systems No 6 Report on the Spanish Financial System* (No. fstudy06). Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project.

Alvarez, I., Casavecchia, F., Luca, M. D., Duering, A., Eser, F., Helmus, C., ... & Pasqualone, F. (2017). *The use of the Eurosystem’s monetary policy instruments and operational framework since 2012* (No. 188). European Central Bank.

Ayadi, R & W de Groen (2014) *Banking business models monitor 2014 – Europe*, Centre for European Policy Studies and International Observatory on Financial Services Cooperatives.

Bakk-Simon, K., Borgioli, S., Girón, C., Hempell, H. S., Maddaloni, A., Recine, F., & Rosati, S. (2011). “Shadow banking in the euro area: an overview”. *ECB occasional paper*, (133).

Baklanoff, E. N. (1996). Spain's economic strategy toward the "nations of its historical community:" The "reconquest" of Latin America?. *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 38(1), 105-127.

Banco de España (1998). *Informe Anual del Banco de España, 1998*. Madrid

_____ (2006). *Informe Anual del Banco de España, 2006*. Madrid

_____ (2009). *Informe Anual del Banco de España, 2009*. Madrid

_____ (2017). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. Otras publicaciones, (pp. 1-257).

Basel Committee on Banking Supervision. (2004). *Bank Failures in Mature Economies*. Bank for International Settlements. Disponible en: http://www.bis.org/publ/bcbs_wp13.pdf

BBVA (2009) *Situación Inmobiliaria*. Servicios de Estudios Económicos. Junio.

Bellofiore, R., & Halevi, J. (2011). A Minsky moment? The subprime crisis and the new capitalism. In Gnos, C., & Rochon, L. P. (Eds.). *Credit, Money and Macroeconomic Policy. A Post Keynesian Approach*, 268-288.

Bertalanffy, L.V. (1998). *Teoría general de los sistemas*. FCE, pp 306.

Betrán, C., Martín-Aceña, P., & Pons, M. A. (2012). Financial crises in Spain: lessons from the last 150 years. *Revista de Historia Económica/Journal of Iberian and Latin American Economic History (New Series)*, 30(03), 417-446.

Bunge, M. (2002). *Epistemología*. Siglo XXI pp. 252.

_____ (2007). *Buscar la filosofía en las ciencias sociales*. Siglo XXI, pp. 588.

Cabral, Inês, Frank Dierick, & Jukka Vesala, (2002). Banking Integration in the Euro Area, *European Central Bank Occasional Paper Series No. 6*, December.

Cadena, V. (2016) *Integración, política económica y cajas de ahorro: reestructuración del sistema financiero en España (1970-2012)*. (Tesis de Doctorado). UNAM, Ciudad de México.

Calderón, A. & Casilda R. (1999), Grupos financieros españoles en América Latina: una estrategia audaz en un difícil y cambiante entorno europeo, *Serie Desarrollo Productivo*, No. 59, CEPAL.

Cals, J. y Garrido, A. (1995). Sistema y mercados financieros. En García Delgado, J. L. y Myro R. (dirs.), *Lecciones de economía española*, Madrid, Thomson-Civitas, 2ª edición. [Cap. 16]

Calvo, A., Parejo, J. A., Rodríguez Sáiz, L., & Cuervo, A. (2005). *Manual de sistema financiero español*. Madrid: Editorial Ariel Economía.

Carbó-Valverde, S., Degryse, H., & Rodríguez-Fernández, F. (2015). “The impact of securitization on credit rationing: Empirical evidence”. *Journal of Financial Stability*, 20, 36-50.

Carbó-Valverde, S., Marques-Ibanez, D., & Rodríguez-Fernández, F. (2012). Securitization, risk-transferring and financial instability: The case of Spain. *Journal of International Money and Finance*, 31(1), 80-101.

Carrasco, C., & A. Rodríguez, C. (2016). ECB policy responses between 2007 and 2014: A chronological analysis and an assessment of their effects. *Panoeconomicus*, 63(4), 455.

Casanova, J. V. (1983). The Opus Dei ethic, the technocrats and the modernization of Spain. *Information (International Social Science Council)*, 22(1), 27-50.

Castañeda, L. (2001). *El Banco de España (1874-1900): la red de sucursales y los nuevos servicios financieros* (No. 41). Banco de España, Servicio de Estudios.

Catarineu, E., & 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”. *Estabilidad financiera*, 14, 88-121.

Chaves, R., & Soler, F. (2004). *El gobierno de las cooperativas de crédito en España*. CIRIEC, Valencia.

Comín, F. C. (1987). Perfil histórico de la deuda pública española. *Papeles de economía española*, (33), 86-119.

_____ (1994). El papel del presupuesto en el crecimiento económico español: una visión a largo plazo. *Revista de Historia Económica/Journal of Iberian and Latin American Economic History (Second Series)*, 12(02), 283-314.

Correa, E. & Girón, A. (2017). An Institutional Perspective on International Financial Governance: How Much Has Happened Since the Crisis? *Journal of Economic Issues*, 51 (2). pp. 417-422.

Correa, E. (2000). “Inversionistas institucionales en un mercado financiero global”. Mántey, G. & Levy, N. (Coords). *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM, ENEP-Acatlán-DGPA, 103.

_____ (2011). “Crisis e inversionistas globales”. En Correa, E., Girón, A., Guillén, A. e Ivanova, A., *Tres crisis. Economía, finanzas y medio ambiente*, México, Miguel Ángel Porrúa Editor, 173-187.

Cuervo, A. (1988). *La crisis bancaria en España: 1977-1985: causas, sistemas de tratamiento y coste*. Ariel.

Cuevas J., Hoyo, A. & Martínez, A. P. (2005). La historia económica de las cajas de ahorros españolas: una perspectiva institucional y regional del ahorro, 1830-2004. *Papeles de economía española*, (105/106), 6-15.

D'Artista, Jane W. & Schlesinger, Tom (1993), "The Parallel Banking System". *Economic Policy Institute Briefing Paper* (37): 1–45.

Davidson, P. (1978). *Money and the real world*. Springer.

_____ (2008). Is the current financial distress caused by the subprime mortgage crisis a Minsky moment? Or is it the result of attempting to securitize illiquid noncommercial mortgage loans?. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(4), 669-676.

Dymski, G. A. (2009). Why the subprime crisis is different: a Minskyian approach. *Cambridge Journal of Economics*, 34(2), 239-255.

_____ (2013). "Can relationship banking survive the Spanish economic crisis?". *Ekonomiaz*, 84(03), 182-205.

ECB (European Central Bank) (2016). *Financial Stability Review*, May

_____ (2010a). *Financial Integration in Europe*, Frankfurt am Main, April.

_____ (2010b). The ECB's Responses to the Financial Crisis. *European Central Bank Monthly Bulletin*, (October): 59-74.

_____ (2011a). The ECB's non-standard measures – impact and phasing-out, *European Central Bank Monthly Bulletin*, (July): 55-69.

_____ (2011b). *The Monetary Policy of the ECB*. Frankfurt am Main: The European Central Bank, April.

_____ (2015). *Report on financial structures*, Frankfurt am Main, October.

Felipe, J. (2002). Unemployment and profitability: the case of Spain. In *A Post Keynesian Perspective on 21st Century Economic Problems*, ed. P. Davidson. Cheltenham, UK: Edward Elgar. 216-43.

Ferreiro, J., & Serrano, F. (2001). La tercera vía española: entre el liberalismo de los ochenta y la socialdemocracia clásica. *Problemas del Desarrollo*, 161-199.

_____ (2012). “The Economic Crisis in Spain: Contagion Effects and Distinctive Factors.” En *The Euro Crisis*, ed. Philip Arestis and Malcolm Sawyer, 235-268. Houndmills: Palgrave Macmillan.

Ferreiro, J., Gálvez, C., & Gonzalez, A. (2014). Financialisation and the financial and economic crises: the case of Spain. *Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project* (No. fstudy19).

Forster, K., M. Vasardani y M. Ca’ Zorzi (2011), “Euro area cross- border financial flows and the global financial crisis”, *European Central Bank Occasional Paper, No. 126*

Galbraith, J.K. (1998). *La sociedad opulenta*. Barcelona: Ariel.

García Montalvo, José (2014) “Banca aburrida: el negocio bancario tras la crisis económica”, en *Las Claves del Crédito Bancario tras la Crisis*, Estudios de la Fundación Funcas (Serie Economía y Sociedad), 101-150.

Girón, A., & Chapoy, A. (2009). “Financiarización y titulización: un momento Minsky”. *Economía unam*, 6(16), 44-56.

_____ (2012). “Securitization and financialization”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2), 171-186.

Girón, A., & Solorza, M. (2013). *Europa, deudas soberanas y financiarización*. Universidad Nacional Autónoma de México.

_____ (2015). “Déjà vu History: The European Crisis and Lessons from Latin America through the Glass of Financialization and Austerity Measures”, *International Journal of Political Economy*, 44:1, 32-50

González, F., Méndez, R., & Pineda, R. (2011). Auge, caída y transformación de las cajas de ahorro españolas: Lecciones para América Latina. CEPAL *Serie Financiamiento del Desarrollo*, 237.

Gorton, G.B. and A. Metrick (2012), "Securitized banking and the run on repo", *Journal of Financial Economics*, 104, no. 3, pp. 425-451.

Hale, Galina, & Obstfeld, Maurice (2014). "The Euro and the geography of international debt flows". *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*.

Kalecki, M. (1937). The principle of increasing risk. *Economica*, 4(16), 440-447.

_____ (1973). *Teoría de la dinámica económica: ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*. Fondo de Cultura Económica.

Keen, S. (2014). Endogenous money and effective demand. *Review of Keynesian Economics*, 2(3), 271-291.

Kelton, S. (2011). Limitations of the government budget constraint: Users vs. issuers of the currency. *Panoeconomicus*, 58(1), 57-66.

Keynes, J. M. (1973). The monetary theory of production. In *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 13, 408-411.

_____ (2006). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de cultura económica.

_____ (2010). *Tratado sobre el dinero*. Síntesis.

Knapp, G. F. (1924). *The state theory of money*. History of Economic Thought Books.

Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Labrinidis G., Lindo D., Meadway J., Michell J., Paineira J.P., Pires E., Powell J., Stenfors A., Teles N., Vatikiotis L. (2012). *Crisis in Eurozone*, London: Verso.

Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Lindo, D., Michell, J., Paineira, J. P., Pires, E., ... & Teles, N. (2010). Eurozone crisis: beggar thyself and thy neighbour. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 12(4), 321-373.

Lavoie, M. (1985). Credit and money: the dynamic circuit, overdraft economics, and Post-Keynesian economics. In *Money and Macro Policy* (pp. 63-84). Springer Netherlands.

_____ (2004): *La economía postkeynesiana: un antidoto del pensamiento único*. Edit. Icaria, pp. 142.

- _____ (2014a). *Post-Keynesian economics: new foundations*. Edward Elgar Publishing.
- _____ (2014b). A comment on "endogenous money and effective demand": a revolution or a step backwards. *Review of Keynesian Economics*, 2(3), 321-332.
- Levine, R. (2002). "Bank-based or market-based financial systems: Which is better?". *Journal of Financial Intermediation* 11, 398–428.
- LiPuma, E. (2017). *The Social Life of Financial Derivatives: Markets, Risk, and Time*. Duke University Press.
- LiPuma, E., & Lee, B. (2004). *Financial derivatives and the globalization of risk*. Duke University Press.
- Magnus, G (2007), *The Credit Cycle and Liquidity: Have We Arrived at a Minsky Moment?*, UBS Investment Research, Economic Insights, 6 March.
- Martín-Aceña, P. (2012). The Spanish banking system from 1900 to 1975. In Malo de Molina J. L. & Martín-Aceña P. (eds.) *The Spanish Financial System: Growth and Development Since 1900*. (pp. 99-143). Palgrave Macmillan, London.
- Martín-Aceña, P. M., & Pons, M. A. (2005). Sistema monetario y financiero. En A. Carreras and X. Tafunell (eds.) *Estadísticas históricas de España: siglo XIX-XX*. Madrid: Fundación BBVA, II, pp. 645-706.
- Martínez, J. A. (2008). La política monetaria en España. En Calvo, José Luis y Martínez, José Antonio, *Política económica en la España democrática*, Valencia, Ed. Tirant lo Blanch, pp. 349-383.
- Martínez, M. J. C., y Riportella, C. C. (2009). "¿Too important to fail? ¿ Favorecen las relaciones bancarias la situación crediticia de las PYMEs españolas?". *Universia Business Review*, 4(24).
- Martínez-Pagés, Jorge, & Maza, Luis Ángel (2003). *Análisis del precio de la vivienda en España*. Banco de España: Servicio de Estudios - Documento de Trabajo no. 0307. Madrid.
- Marx, C. (1973). *El capital: crítica de la economía política*. FCE, primer tomo, pp. 769.

Medialdea, B. & Sanabria, A. (2016). Lending Calling. Recession by Over-Indebtedness. *Panoeconomicus*, 63(2).

Minsky, H. P. & Wray, L. R. (2008). "Securitization," Economics Policy Note Archive 08-2, *Levy Economics Institute*. Disponible en: <<https://ideas.repec.org/p/lev/levypn/08-2.html>>

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill.

Palma, J. G. (2016). "Do Nations Just Get The Inequality They Deserve. The 'Palma Ratio' Re-Examined". Cambridge: *Cambridge Working Paper Economics*, 1627.

Parguez, A. (2006). Moneda y capitalismo: la teoría general del circuito, en *Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*, CLACSO, Buenos Aires, págs. 45 – 59.

_____ (2009), Estado y mercados financieros. Una visión post-Hilferding: Socialización de la inversión y finanzas. En revista *Ola Financiera*, México, UNAM, pp. 55-74.

_____ (2016). Economic theories of social order and the origins of the euro. *International Journal of Political Economy*, 45(1), 2-16.

Parguez, A., & Thabet, S. (2017). ¿Economía capitalista monetaria sin deflación? (Enfoque circuitista-institucionalista). En revista *Ola Financiera*, 10(26), México, UNAM, pp. 1-31.

Passarella Veronesse, M. (2013). "Financial integration", en Louis-Philippe Rochon and Sergio Rossi, *The Encyclopedia Of Central Banking*, Edward Elgar pp. 195-197.

_____ (2014). "The process of financial integration of EU economies", FESSUD, *Working Paper Series*, No 30, Disponible en <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2013/04/The-process-of-financial-integration-of-EU-economies-Working-Paper-30.pdf>

Pérez Caldentey, E. & Vernengo, M. (2012). "The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis". *Levy Institute of Bard College. Working Paper No. 702*.

_____ (2015). "Integration, Spurious Convergence, and Financial Fragility: A post-Keynesian interpretation of the Spanish crisis". *The Ideas Working Paper Series No.02/2015*.

Pérez, S. A. (1997). *Banking on Privilege: the Politics of Spanish Financial Reform*, Ithaca, NY: Cornell University.

_____ (2004). “Constraint or Motor: Monetary Union and the Construction of a Social Model in Spain,” in Andrew Martin and George Ross, eds, *Euros and Europeans: Monetary Integration and the European Model of Society*, Cambridge University Press.

Perez, S. A. & Westrup, J. (2010). “Finance and the macroeconomy: the politics of regulatory reform in Europe”, *Journal of European Public Policy*, 17:8, 1171-1192,

Poveda, R. (1980). Los circuitos privilegiados del sistema crediticio. *Papeles de economía española*, (3), 114-135.

Prados de la Escosura, L. (1990). El desarrollo económico español en el contexto europeo: 1800-1930, en Martin Aceña, Pablo Y Comín, Francisco (Eds.). *Empresa pública e industrialización en España*, Madrid, Alianza Economía y Finanzas, págs. 13-30.

Pueyo Sánchez, J. (2003). Oligopolio y competencia en la banca española del siglo XX: concentración económica y movilidad intra-industrial, 1922-1995. *Revista de Historia Económica*, 21(1), 147-195

Realfonzo, R. (2003). Circuit theory. King, JE (Hg.), In *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*, Cheltenham, 60-65.

Rochon, L. P. (2005). The existence of monetary profits within the monetary circuit. In *The Monetary Theory of Production* (pp. 125-138). Palgrave Macmillan UK.

Rochon, L. P., & Rossi, S. (2007). Central banking and Post-Keynesian economics. *Review of Political Economy*, 19(4), 539-554.

Rodríguez, M. M. (2006). Las participaciones empresariales de las Cajas de Ahorro Españolas, 1997-2004: una perspectiva regional. *Revista de estudios regionales*, (75), 69-92.

Roengpitya, R., Tarashev, N. and Tsatsaronis, K. (2014). “Bank business models”, *BIS Quarterly Review*, December.

Ruiz, J. L. G. (2002). Los arreglos interbancarios durante el franquismo. *Revista de Historia Económica/Journal of Iberian and Latin American Economic History* (Second Series), 20(02), 365-386.

Sánchez, J. P. (2006). *El comportamiento de la gran banca en España (1921-1974)*. Banco de España.

Sanz, J. M. S. (2000). Veinte años de soledad: la autarquía de la peseta, 1939-1959. En *Del real al euro: una historia de la peseta* (pp. 107-124). La Caixa.

Sawyer, M., & Passarella, M.V. (2015). The monetary circuit in the age of financialisation: a stock-flow consistent model with a twofold banking sector. *Metroeconomica*, 68(2), 321-353.

Sawyer, M. (2014). "Bank-based versus market-based financial systems: a critique of the dichotomy," Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project, *Working paper No 19*. Disponible en <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2013/04/Bank-based-versus-market-based-financial-systems-a-critique-of-the-dichotomy-working-paper-19.pdf>

Schildbach, J. (2008). "European banks: The silent (r)evolution". *Deutsche Bank Research*, April 22.

Schumpeter, J. (1957). *Teoría del Desarrollo Económico*. Fondo de Cultura Económica, México.

Serfati, Claude (2013). "La lógica financiero-rentista de las sociedades transnacionales", en *Mundo Siglo XXI*, revista del CIECAS-IPN Núm. 29, Vol. VIII, 2013, pp. 5-21

_____ (2016). "EU Integration as Uneven and Combined Development", in Radhika Desai (ed.) *Analytical Gains of Geopolitical Economy (Research in Political Economy, Volume 30B)* Emerald Group Publishing Limited, pp.255 – 294

Shin, Hyun Song (2011) "Global Banking Glut and Loan Risk Premium" *Mundell-Fleming Lecture, IMF Annual Research Conference*, Disponible en <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundellfleminglecture.pdf>

Simpson, J. (1997). Economic development in Spain, 1850-1936. *The Economic History Review*, 50(2), 348-359.

Sudrià, C. (2014). Las crisis bancarias en España: una perspectiva histórica. *Estudios de economía aplicada*, 32(2), 1-24.

Tayfur, M. F. (1997). *Semiperipheral development and foreign policy: The cases of Greece and Spain* (Doctoral dissertation, London School of Economics and Political Science (United Kingdom)).

Torres, E. (2005). Intervencionismo estatal y cambios en el marco regulador de las cajas de ahorros durante el primer franquismo (1939-1957). *Papeles de Economía Española*, (105/106), 16-26.

Tortella, G. (1969). Banking and Industry in Spain, 1829–1874. *The Journal of Economic History*, 29(01), 163-166.

_____ (2009). *El desarrollo de la España Contemporánea. Historia Económica de los siglos XIX y XX*, Madrid, Alianza Editorial. 7ª edición. 429 pp.

Tortella, G., & Garcia Ruiz, J. L. (2013). Spanish money and banking: a history. *Palgrave Macmillan studies in banking and financial institutions*.

Trullén i Tomás, Joan (1993). *Fundamentos económicos de la transición política española: la política económica de los acuerdos de la Moncloa*, Madrid, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

Tusell, Javier. (2007). *Spain: from Dictatorship to Democracy, 1939 to the Present*. Malden, MA, Wiley-Blackwell,

Valverde, S. C., & Fernández, F. R. (2015). El crédito en el entorno internacional poscrisis. *Papeles de economía española*, (146), 2-15.

Valverde, S. C., & Villarroya, J. M. (2010). Diez interrogantes del sector bancario español. *Cuadernos de información económica*, 215, 80-105.

Varoufakis, Y. (2014). United States monetary policy in the post-Bretton Woods era: Did it cause the Crash of 2008? *Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project*. (No. wpaper50).

Veblen, T. B. (1904). *The theory of business enterprise*. New York: A. M. Kelley,

_____ (2000). *Teoría de la clase ociosa*. Ediciones elaleph.com. Disponible en: <
<http://www.elaleph.com>>

Whalen, C. J. (2007). The US credit crunch of 2007: A Minsky moment (No. 92). *Public policy brief*. Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

_____ (2017). Understanding Financialization: Standing on the Shoulders of Minsky. In *Levy Economics Institute working paper*. No. 892.

Wray, L. R. (1998). *Understanding modern money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Cheltenham: Edward Elgar.

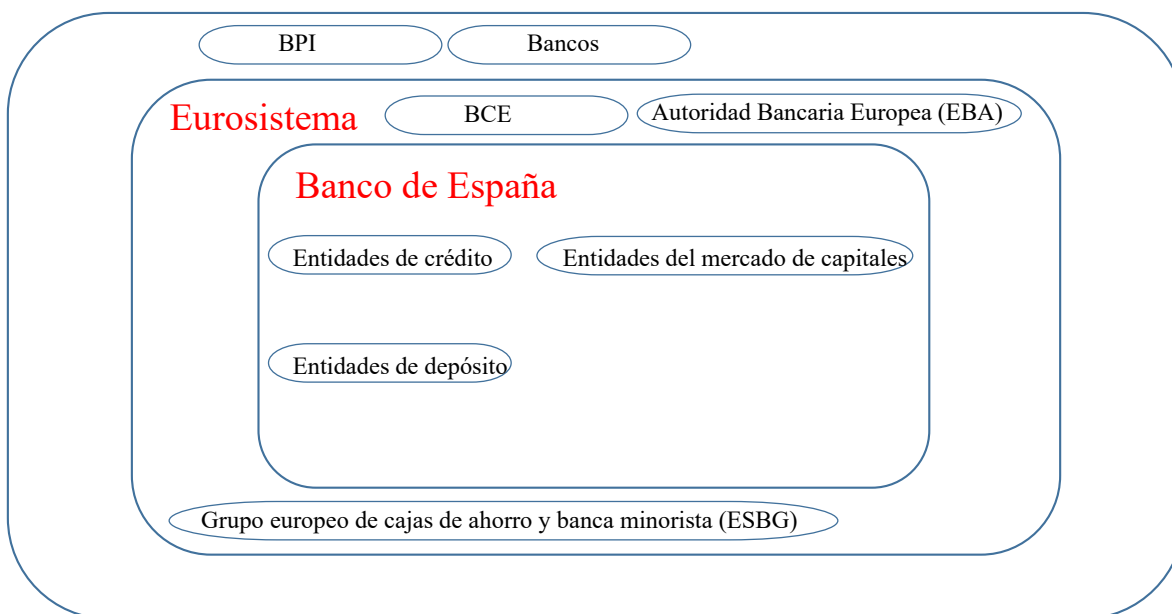
_____ (2007). A Post Keynesian view of central bank independence, policy targets, and the rules versus discretion debate. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1), 119-141.

Wright, A. (1977). *The Spanish Economy, 1959–1976*. Springer.

Anexos

Anexo 1:

Entidades crediticias en el contexto del sistema de mercado financiero internacional (España y resto del mundo)



Anexo 2:

Sistema financiero español en el 2000

