



**Universidad**  
Zaragoza

## Trabajo Fin de Grado

Economistas que predijeron la crisis.

Economists who predicted the crisis.

Autor:

Antonio Gallego Hernández

Director:

Ernesto Clar Moliner

Facultad de Economía y Empresa

Año 2017

## ÍNDICE DE CONTENIDO

1	Introducción.....	3
2	Corrientes económicas.....	6
2.1	Washington Consensus.....	6
2.2	Heterodoxos.....	9
3	Antecedentes de la crisis.....	10
4	Economistas que habían previsto la crisis.....	13
4.1	Nouriel Roubini.....	14
4.2	Paolo Sylos Labini.....	16
4.3	Wodley Godley – Alex Izurieta.....	19
4.4	Hyman Minsky.....	21
4.5	Charles Kindleberger.....	28
5	Conclusión.....	34
6	Bibliografía.....	35

## INFORMACIÓN DEL TRABAJO

Autor del trabajo: Antonio Gallego Hernández

Director del trabajo: Ernesto Clar Moliner

Título del trabajo: “*Economistas que predijeron la crisis*”

Titulación: Grado en Economía

## RESUMEN

Durante los años del boom económico y financiero, el mundo no se preocupó ni temió sobre la llegada de una crisis de tal dimensión que diera al traste con una economía de continuas ganancias y dinero en abundancia. Alentada, por otra parte, de las buenas noticias que llegaban de los informes de los principales bancos centrales y comerciales, y de las esperanzadoras expectativas que dictaminaban numerosos e importantes economistas. No obstante, hubo una serie de economistas, contrarios a la corriente de pensamiento principal de la época, que sí alertaron del cambio de rumbo que podía ocurrir en la economía mundial, advirtiéndoles de las medidas urgentes y rápidas que se debían tomar para que no estallase una crisis de tales magnitudes como la que ha ocurrido. Las ideas de estos economistas no fueron ni siquiera valoradas por el sistema. De hecho, se empezaron a tomar en serio, en el momento en que se dieron cuenta que la crisis económica que se avecinaba era de unas magnitudes catastróficas.

## ABSTRACT

During the years of the economic and financial boom, the world was not worried or feared about the arrival of a crisis of such a dimension mess up an economy throw overboard an economy of continuous profits and money in abundance. Encouraged, on the other hand, by the good news that came from the reports of the main central banks and commercial, and of the hopeful expectations that numerous and important economists dictate. However, there were a number of economists, who opposed the mainstream thinking at the time, who did warned of the change of course that could happen in the world-wide economy, warning of urgent and fast measures that must be taken to explode a crisis of such magnitudes as the one that has happened. The ideas of these economists were not even valued by the system. In fact, they began to be taken seriously, in the moment when they realized that the economic crisis that lay ahead was coming was of catastrophic magnitudes.

## ECONOMISTAS QUE PREDIJERON LA CRISIS

### 1 INTRODUCCION

*“¿Cómo es posible que nadie se hubiera dado cuenta de que se nos echaba encima esta espantosa crisis?”*<sup>1</sup>

A Dick Cheney, vicepresidente de Estados Unidos, en enero de 2009, en una entrevista con la Asociación de la prensa se le preguntó el motivo por el que la Administración no había sido capaz de anticipar la mayor crisis económica desde la Gran Depresión, y contestó: *“No ha habido nadie en el mundo lo suficientemente sagaz como para imaginárselo. No creo que nadie la haya visto venir”*.

¿Podría ser factible que los economistas pronosticaran la llegada de una crisis financiera basándose en la interacción de una serie de variables económicas obtenidas tras una rigurosa supervisión y regulación?

La crisis económica llegó de forma repentina, teniendo una escala global, al afectar no solo a un país sino a todo el mundo, sin que sirvieran para prevenirla las ideas y teorías tenidas como fundamentales en el sostenimiento de la economía mundial.

El crecimiento económico y el desequilibrio han ido de la mano produciendo una inestabilidad que han minado las bases de la economía.

La prosperidad hace que se relajen las atenciones sobre el riesgo que se produce, y el beneficio rápido hace crecer el optimismo olvidando de vigilarse la espalda. Además, no se pensó que el riesgo fuera tan elevado, sobre todo por parte de los bancos, teniendo en cuenta el éxito económico y las previsiones elevadas de crecimiento mundial.

No se tomó en serio la posibilidad de desinflar lentamente la burbuja inmobiliaria porque no interesaba, a tenor de los beneficios, a pesar de los avisos de los bancos centrales.

Además, la dificultad en reconocer el peligro de algunos productos financieros hizo difícil evaluar y reconocer las consecuencias, tal fue el caso de las hipotecas subprime.

Los ciclos económicos aparecen de forma periódica, pero las adecuadas medidas políticas y económicas pueden llegar a modificar los tiempos y ciclos, al menos, en alguno

---

<sup>1</sup> Isabel II de Inglaterra a los economistas de la London School of Economics. Noviembre de 2008

de sus aspectos importantes. Las crisis no son todas iguales, pero pueden servir como referencia para tenerlas en cuenta y aprender de ellas.

En la práctica, no se han valorado y no se han tomado en serio los avisos de los economistas para predecir la crisis económica, y para tomar conciencia de ella, por lo que ha sido muy difícil tomar alguna medida que corrigiera, siquiera ligeramente, la crisis que sobrevinía. Prevenir la crisis en lo fundamental no es una cuestión imposible. Es excesivo decir que las crisis financieras no se aguardan o son inesperadas. La poca sintonía en las conclusiones de los economistas, la incredulidad de muchos gobiernos, el exceso de confianza y la rapidez con la que se ha extendido ha hecho que se tomara en cuenta la crisis cuando ya formaba una parte importante de nuestras vidas. No obstante, no se puede aseverar que los principales gobiernos del mundo, o los bancos centrales, los asesores, etc., no se vieran sorprendidos por la crisis financiera y su tremenda dimensión.

Hubo una minoría de economistas llamados heterodoxos que advirtió que la situación económica en Estados Unidos se estaba volviendo susceptible de provocar sucesos caóticos. Economistas como Nouriel Roubini, Sylos Labini o Wynne Godley dieron la voz de alarma frente a la fragilidad de la economía y el futuro que se avecinaba. Sin embargo, o la falta de interés, el “*dejar hacer*” y esperar que la inestabilidad se corrija por sí sola, el no tener en cuenta crisis anteriores recientes como la crisis tecnológica de 2001-2002, el no reconocimiento de la crisis, el no reconocimiento de los propios errores, o la dificultad en la toma de acuerdos de todos los agentes económicos y políticos, hizo que los pequeños avisos del problema que se avecinaba, fueran insuficientes para prevenir la profunda crisis económica mundial que sobrevino.

No hay que olvidar la duda de Charles P. Kindleberger cuando se pregunta si “*¿Es posible aliviar, o incluso eliminar las crisis financieras...O es mejor dejar las cosas a su aire, y que se consuma el fuego?*”<sup>2</sup>

Este trabajo intenta participar en la idea de la existencia de economistas que de una manera u otra han sugerido la idea de que se avecinaba una gran crisis si se tenían en cuenta una serie de alertas que el mercado estaba mostrando de manera significativa.

El punto de partida de este trabajo es el libro del economista Alessandro Roncaglia “*Economistas que se equivocan. Las raíces culturales de la crisis*” y concretamente su

---

<sup>2</sup> “Historia financiera de Europa” Charles Kindlberger (1988)

capítulo 4 “*Los que habían previsto la crisis*”, que da título a este trabajo de fin de grado y es la guía y el tema central del mismo.

Alessandro Roncaglia, catedrático de Economía Política en la universidad de Roma “La Sapienza” y especialista en Historia del Pensamiento Económico. Investigador de reconocido prestigio, es autor de numerosos trabajos sobre historia del pensamiento económico, al igual que sobre economía aplicada.

En el anteriormente mencionado capítulo 4, Roncaglia afirma que la última crisis ha seguido un “*camino basado en secuencias precisas de nexos causales*”. Por eso se pregunta “*por qué los economistas no la habían previsto*”. Roncaglia indica que los que no la habían previsto eran los economistas *mainstream*, los partidarios del *Washington consensus*. Esta es la corriente dominante, la corriente oficialista, que ensalza el mercado e infravalora el riesgo. Por el contrario, hubo una serie de economistas que sí predijeron la crisis, pertenecientes a la corriente heterodoxa, y que, a alguno de los cuales, Roncaglia relaciona en el capítulo 4 “*Los que habían previsto la crisis*” esbozando sus ideas y su pensamiento. La ideología es algo que está incrustado poderosamente en la ciencia económica, por eso las interpretaciones de un mismo hecho o las respuestas para una solución pueden ser antagónicamente dispares.

El contenido del capítulo 4 de Roncaglia es la guía para la realización del trabajo, y los autores y sus ideas relacionados en el mismo capítulo, son el objeto de estudio para la realización del trabajo.

La estructura del TFG es la siguiente: una pequeña introducción cuestionando y reflexionando sobre la idea de prevenir la crisis. A continuación unas pequeñas ideas de las corrientes económicas principales en las que se dividían las distintas formas de pensar de los economistas, siguiendo el orden que establece el capítulo 4 de Roncaglia. Seguidamente un visionado de algunos de los hechos que ocurrieron y contribuyeron decisivamente al estallido de la crisis. Finalmente una relación de autores y sus ideas, que habían alertado de la llegada de la crisis.

## 2 CORRIENTES ECONÓMICAS

Hubo economistas que previeron la crisis económica que se aproximaba o al menos vieron los riesgos que podían hacer desembocar en una crisis, alertando incluso de sus dimensiones. Los economistas que no la habían previsto eran los economistas *mainstream*, partidarios del *Washington consensus* en oposición a los economistas *heterodoxos*, que sí previeron la crisis.

### 2.1 WASHINGTON CONSENSUS

El término “Washington consensus” fue presentado por el economista del Instituto Peterson, Jhon Williamson en 1989. Describía un paquete de diez fórmulas que constituían un grupo de reformas para países en crisis propuestas por el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Eran reformas liberalizadoras. Las recomendaciones de Jhon Williamson eran las siguientes:

-Disciplina fiscal. Los grandes y continuados déficits fiscales provocan inflación, déficit de pagos y fuga de capitales. La inflación añadida al déficit presupuestario debilita la confianza de los inversionistas.

-Reordenación de las prioridades del gasto público. Se realiza con un recorte del gasto público para intentar disminuir el déficit público sin tener que recurrir a una subida de impuestos.

-Reforma fiscal. Se realiza la reforma fiscal para aumentar la recaudación tributaria, disminuyendo así el gasto público y el déficit presupuestario. Es una garantía de crecimiento.

-Liberalización financiera. Los tipos de interés deben estar determinados por el mercado. El objetivo es utilizar adecuadamente los recursos, teniendo en cuenta la restricción del crédito. Los tipos de interés tienen que ser positivos para desanimar la evasión de capitales y aumentar el ahorro. Los tipos de interés deben ser positivos, pero de forma moderada para evitar un aumento de la deuda pública.

-Tipos de cambio competitivos. Una condición para el crecimiento está basada en las exportaciones. Es importante una política dirigida al exterior y al crecimiento de las exportaciones.

-Liberalización del comercio. Los permisos y restricciones para la importación es algo perjudicial. Las protecciones comerciales deben limitarse a aranceles bajos.

-Liberalizar la inversión extranjera, atrayendo así nuevos capitales.

-Privatizaciones. Se basa en la idea de que la gestión privada de la industria es más eficiente que la gestión del Estado.

-Desregulación. Hay que eliminar las regulaciones que creen trabas para el acceso al mercado. Se consideró que era la forma de fomentar la competencia.

La crisis puede sobrevenir porque algún elemento priva al mercado de su autorregulación.

Alan Greenspan indica que la regulación de los mercados a nivel global no es posible debido a su complejidad y además es nocivo: *“La regulación por su naturaleza, inhibe la libertad de la acción de mercado, y esa libertad para actuar de forma expeditiva es la que reequilibra los mercados”*.<sup>3</sup>

-Derechos de propiedad, otorgándoles seguridad jurídica.

El autor de *“La riqueza de las naciones”*, Adam Smith asocia la autorregulación de los mercados, de manera, que si las personas actúan en propio interés, guiados por una mano invisible, lograrían una solución de mercado en la que nadie podría mejorar su postura sin empeorar la de otro.

Uno de los partidarios de la concepción librecambista y partidario de las ideas del mainstream es George Soros, que incluye como un factor importante, lo que llama “los fundamentalistas del mercado”. Algunas de sus características son que los mercados se autorregulan ellos mismos; velar por la riqueza individual es la mejor manera de velar por el interés común. La búsqueda de los objetivos individuales lleva a los mercados a una situación de equilibrio. En su libro *“La crisis del capitalismo global”* indica que *“Como actor del mercado, intento maximizar mis beneficios. Como ciudadano, me preocupan*

---

<sup>3</sup> “La era de las turbulencias”, Alan Greenspan (2007), pg. 567



*los valores sociales: la paz, la justicia, la libertad, o lo que sea. No puedo dar expresión a estos valores como actor del mercado. Supongamos que las reglas que rigen los mercados financieros deban cambiarse. No puedo cambiarlas unilateralmente. Si me impongo las reglas a mí mismo, pero no a los demás, afectarían a mi propia actuación en el mercado pero no afectarían a lo que sucede en los mercados porque ningún actor por sí solo se supone capaz de influir en el resultado...*”

Los mercados autorregulados con la observación de los inversores son únicos árbitros porque *“El fracaso del mercado es la rara excepción, y sus consecuencias pueden aliviarse mediante un sistema económico y financiero flexible”*<sup>4</sup>

Durante la presidencia de Bill Clinton (1993 – 2001) comenzó a fraguarse la expresión “Consenso de Washington” para denominar a las posiciones que eran comunes del F.M.I., Administración de Estados Unidos y del B.M. Este enfoque es conocido como neoliberalismo. El liberalismo defiende la excelencia, entre otras, del capitalismo de libre mercado, de la exigua intervención del Estado, niveles mínimos de impuestos y gastos públicos. Los individuos tienen que ser “libres para elegir” como decía el premio Nobel de economía Milton Friedman.

Las medidas políticas que los gobernantes llevan a cabo, a veces entran en contradicción con los códigos propios de la economía neoliberal:

*“Los gobernantes del Consenso de Washington desarrollan políticas de libre mercado cuando apoyan los intereses de las grandes empresas, por ejemplo flexibilizando las relaciones laborales; pero esos mismos gobernantes insisten mucho menos en los principios del libre mercado cuando éste podría perjudicar los intereses de esas grandes empresas. Las intervenciones de la Reserva Federal y del FMI para rescatar a los accionistas ricos durante las frecuentes crisis financieras globales de la década de 1990 constituyen violaciones flagrantes de los preceptos del libre mercado”*.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> *Ibídem.* Pg. 569

<sup>5</sup> “Los contornos del declive” Robert Pollin, 2003

## 2.2 HETERODOXOS

Las inversiones de las empresas privadas pueden no tener el fin deseado, que es, en definitiva, la obtención de beneficio. Si el Estado restringe la inversión y las empresas también, se desemboca en una pérdida de empleo importante, limitación en el gasto de las familias que, a su vez conlleva a una menor inversión, provocando mayor desempleo y crisis económica.

Para aumentar el consumo tiene que realizarse una bajada de los impuestos y que los hogares puedan disponer de dinero para gastar. Los tipos de interés tienen que disminuir para que las empresas puedan realizar inversiones. Con la devaluación del tipo de cambio las exportaciones aumentan, y con la expansión del gasto público, la economía comienza a crecer.

En el caso contrario, si baja el consumo por el aumento de los impuestos, decae la inversión empresarial por la subida de los tipos de interés, se reduce el gasto público, aumenta el paro, etc.

Las políticas monetarias heterodoxas son fundamentalmente medidas que aumentan la financiación y, por tanto, se abarata, para las familias, para los bancos y empresas.

La heterodoxia busca que esté *“la economía al servicio del hombre y no el hombre al servicio de la economía”*.<sup>6</sup>

El Banco Central Europeo comenzó a aplicar políticas distintas a las aplicadas entre los años 1999 y 2007.

Algunas medidas de política monetaria heterodoxa son:

-Tipos de interés del Banco Central Europeo muy bajos. Los bancos de la eurozona solicitaron préstamos a un tipo de interés del 1%, con un plazo de devolución que abarcaba desde una semana hasta seis meses. Posteriormente, el plazo aumentó a un año, con el fin de dar a los bancos más financiación a largo plazo, para acrecentar las

---

<sup>6</sup> Cuartilla. Gaceta de la facultad de economía nº 28, UNAM, abril 2009

opciones de que concediesen más crédito. De esta forma no solo aumenta el crédito sino que se mitiga la situación de los deudores y de las actividades productivas.

Se necesita *“una política monetaria de bajas tasas de interés y tipo de cambio competitivo, estimulando así el crecimiento de la inversión productiva y el fomento de las exportaciones, con sus encadenamientos productivos”*.<sup>7</sup>

-El Banco Central Europeo accedió de manera temporal a garantías de activos menos líquidos y de menor calidad.

-Las entidades necesitaban dólares para poder financiar los activos que poseían en esa moneda. El BCE les entregó más dinero en dólares. Lo heterodoxo no es el ofrecimiento de mayor liquidez sino hacerlo en moneda extranjera.

-Operaciones de mercado abierto (open market operations). Consiste básicamente en operaciones de suministro de liquidez y poder comprar con él activos, como cédulas hipotecarias, bonos de empresas, o deuda pública. El propósito de esta medida es acrecentar la base monetaria evitando la intermediación de los bancos.

Se destina dinero público para intentar solucionar situaciones críticas de alguna entidad, utilizando créditos preferenciales, para crear empleo y poner en marcha infraestructuras para mejorar la competitividad.

Los bancos se beneficiaron al endeudarse al 1% y adquirir deuda pública que estaba remunerada al 3% de forma que la única liquidez que llegaba al mercado era la que estaba unida al gasto público.

### 3 ANTECEDENTES DE LA CRISIS

Podemos situar los antecedentes de la crisis en la segunda parte del decenio 1990-2000, ya que fue en este periodo cuando la FED subió su tasa de interés hasta el 6,50% debido al fuerte crecimiento de la economía y muchos inversores prefirieron depositar su confianza en la seguridad de los bonos del Tesoro.

---

<sup>7</sup> *Ibídem.*

La bolsa norteamericana había sufrido una importante caída en su cotización, teniendo en cuenta la situación de las empresas.com, la mala trayectoria de la economía norteamericana y los atentados del 11 de septiembre de las Torres Gemelas.

A partir de 2001 los bancos centrales y la FED comenzaron a reducir los tipos de interés, con la idea de estimular la economía. Desde mayo de 2000 hasta diciembre de 2001 los tipos de interés se reducen del 6,50% hasta el 1,75%, modificándolos hasta en once ocasiones.

El dinero de los inversores se dirigió ahora al sector inmobiliario ya que las tasas de interés bajo no generaban expectativas de riqueza. El valor de las casas ya había comenzado a subir, pero con la nueva inyección de dinero de los inversores prácticamente duplicaron el precio respecto a unos pocos años atrás. En estos años de bonanza hubo un alto nivel de empleo, expansión del crédito y un importante crecimiento económico.

Con los tipos bajos, el margen de los bancos iba disminuyendo e intentaron buscar mayores ganancias por otros caminos. Para ello se intentó aumentar el número de operaciones de crédito y conceder créditos con un elevado nivel de riesgo. Se ofrecieron y concedieron créditos a personas cuya capacidad de pago carecía de las mínimas garantías: personas con empleos inestables, remuneraciones bajas en relación con la obligación de pago, sin rentas, etc. Al existir gran demanda de inmuebles se incrementó el valor de los mismos y los bancos comenzaron a dar créditos hipotecarios por importes superiores al valor del inmueble, confiando en que la subida de precios de las casas superara el importe del préstamo concedido. De esta forma surgieron las hipotecas subprime, hipotecas con un alto riesgo de impago.

Para poder seguir concediendo créditos, los bancos de Estados Unidos tuvieron que pedir préstamos a bancos extranjeros. Estos préstamos estaban limitados por las normas del Acuerdo de Basilea, impidiendo a los bancos que su capital bajara de un nivel mínimo respecto a su activo. La solución que encontraron fue la titulización (securitización), que consiste en hacer préstamos sin que consten en los registros contables del banco, permitiendo obtener liquidez sin modificar el pasivo. El banco vende el derecho de cobro del préstamo y la entidad compradora lo vende a su vez a otros compradores. En la titulización se juntaban hipotecas prime, que tienen poco riesgo de impago, con hipotecas subprime. Estos paquetes de títulos eran de varios tipos. Uno de ellos era conocido como “Mortgage Backed Securities” (MBS) o valores respaldados por

hipotecas. Estos paquetes fueron vendidos a financieras y grandes bancos. El dinero recibido entraba en la cuenta del activo minorando la suma de los créditos concedidos. De esta forma se cumplía con las cortapisas del Acuerdo de Basilea. La mayor parte de los MBS los compraron los Special Purpose Vehicle (SPV) o Entidad de Propósito Especial, instituciones financieras adscritas a bancos de inversión creadas para realizar una serie de transacciones y aislar del riesgo a los accionistas.

Otros títulos eran los “Collateralized Debt Obligations” (CDO), obligaciones de deuda con garantía, que estaban formados por deudas de naturalezas distintas. Los CDO encauzaban los cash flows de hipotecas en bonos con tramos, con distintos riesgos y distintos beneficios, según el carácter de los inversores. En torno al 80% de los bonos se vendían con una valoración máxima y los tramos inferiores eran los que asumían todos los riesgos, pero tenían a cambio un mayor rendimiento

Otros fueron los “Credit Default Swap” (CDS), en los que se cobraba mayor interés por tener mayor riesgo de impago.

El abanico de instrumentos y denominaciones es mucho más amplio por lo que no había demasiada claridad en el mercado.

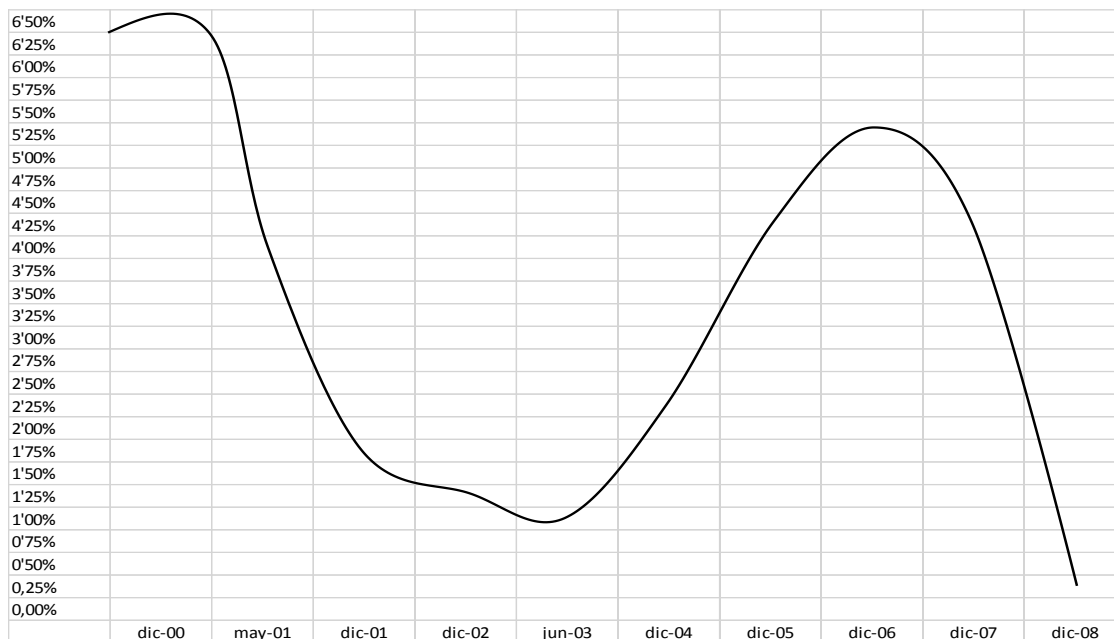
Las agencias de calificación no dieron el aviso cuando los títulos perdían valor y descubrían su verdadera naturaleza, y supuso una amenaza para los bancos. Nouriel Roubini y Stephen Mihm en su libro *“Cómo salimos de ésta”* manifiestan que *“Las diversas agencias de calificación crediticia (Fitch, Moody’s, Estándar&Poor’s) podían y deberían haber evitado que esto sucediera. Sin embargo, éstas también ganaron grandes sumas de dinero con la titulización y se mostraron encantadas de ayudar a convertir préstamos tóxicos en valores chapados en oro que generaron beneficios sin riesgo. Lejos de criticar esta íntima relación, Greenspan y otros defensores de la innovación financiera le dieron su bendición”*.

Con la titulización se reducían los riesgos a través de los distintos tramos de escalonamiento del riesgo y de la diversificación geográfica.

Cuando los tipos de interés subieron hizo que la burbuja inmobiliaria estallara y empezaron los problemas de insolvencia. El precio de la vivienda comenzó a caer. La refinanciación era muy difícil. Muchos prestatarios comenzaron a no poder pagar sus créditos, aumentó la tasa de morosidad y las ejecuciones hipotecarias y muchos

propietarios perdieron sus viviendas. El crédito dejó de financiar la actividad económica y desmoronó el comercio y el consumo. Disminuyó así la inversión y el consumo, lo que hizo que aumentase el desempleo. Hubo un acrecentamiento de la incertidumbre, quiebras y la economía se encaminó hacia la contracción y la crisis.

Gráfico 1 Evolución de los tipos de interés en Estados Unidos.



Fuente Realización propia, según datos de la FED.

#### 4 ECONOMISTAS QUE HABÍAN PREVISTO LA CRISIS

*“De lo que se ha visto resulta que la crisis ha seguido un camino lógico, tal vez no obligado, pero ciertamente basado en secuencias precisas de nexos causales. Entonces, ¿por qué, como han observado muchos, los economistas no la habían previsto?”<sup>8</sup>*

En realidad, diversos economistas la habían previsto o, cuando menos habían indicado, los riesgos inherentes a la situación. Pero hubo economistas que predijeron la posibilidad de una crisis de grandes dimensiones.

<sup>8</sup> “Economistas que se equivocan”, Alessandro Roncaglia (2015) comienzo del capítulo IV

#### 4.1 NOURIEL ROUBINI

El pronóstico más famoso dicho antes de la crisis fue el del Nouriel Roubini, cuando se dirigió el 7 de septiembre de 2006 a la audiencia del Fondo Monetario Internacional, en Washington, realizando una importante advertencia, que muchos de los presentes consideraron absurda. Además, dijo que el estallido de la burbuja inmobiliaria podía “*provocar un problema sistémico para todo el sistema financiero*”.<sup>9</sup>

Roubini aconsejó a los países de la Unión Europea disponer rápidamente de programas de saneamiento para bancos en crisis. Sostuvo que muchos bancos españoles, británicos e irlandeses en poder de hipotecas basura presentaban debilidad porque también en sus países se había desplomado el mercado inmobiliario.

Se trataba de “*analizar de forma sistemática*” qué banco podría caer en la insolvencia y cuál podría ser salvado con ayuda estatal y “*no esperar hasta que llegue el desastre*”, explicó. “*De esta forma se puede evitar cometer el error que se hizo en Estados Unidos*”.<sup>10</sup>

En una entrevista el 16/11/2008, sobre la situación económica en España, Roubini contesta:” *En los últimos años ha habido una burbuja inmobiliaria enorme, como en Irlanda y el Reino Unido. En términos de PIB, incluso mayor que la de EEUU, aunque aquí el valor de los activos es mayor y la supervisión del Banco de España, mejor. Europa va a entrar en una recesión bastante fuerte, que va a ser más dolorosa en España que en otros países de la zona euro porque esa burbuja va a explotar*”.<sup>11</sup>

Ya en el año 2005, cuando el precio de las casas no había alcanzado el máximo histórico, fue el primero en decir que la burbuja inmobiliaria estallaría y hundiría la economía. “*Las restricciones del crédito y la liquidez en los mercados financieros debilitará la economía con un nuevo colapso de las inversiones inmobiliarias y una desaceleración en el gasto del consumidor y el gasto de capital de las empresas*”.<sup>12</sup>

---

<sup>9</sup> Nouriel Roubini, ponencia y debate, DMI, Washington, D.C., 7 de septiembre de 2006, transcripción.

<sup>10</sup> Entrevista al diario alemán Tagesspiegel am Sonntag, el 28/09/2008

<sup>11</sup> Entrevista de Pablo Allende Salazar para “El periódico”, el 16/11/2008.

<sup>12</sup> Artículo “La crisis de Estados Unidos podría contagiar el mundo”. diario La Repubblica, 10/09/2007

En su artículo “12 pasos para el desastre financiero” no describe un hecho con pocas probabilidades de suceder sino una evolución muy probable. Indica que la recesión en Estados Unidos será muy grave por distintos motivos:

-Tienen en Estados Unidos el mayor pinchazo inmobiliario de la historia.

-La burbuja del crédito se extiende más allá de las hipotecas.

-Las familias han gastado muy por encima de sus posibilidades, acumulando ahora una gran cantidad de deuda. Ahora los precios tenderán a caer y la restricción del consumo público será prolongada.

- Algunos bancos comienzan a quebrar bajo la presión de los impagos y la morosidad de los consumidores. (El 15 de septiembre de 2008, Lehman Brothers presentó su declaración de quiebra tras la huida de la mayoría de sus clientes, pérdidas drásticas en el mercado de valores y la devaluación de sus activos por las principales agencias de calificación de riesgos).

En casos de pánico los bancos pasan rápidamente de la liquidez a la insolvencia ya que se propagan las ventas de activos a precios de saldo. Para Nouriel Roubini el anuncio de inyecciones de liquidez por parte de la Reserva Federal y otros bancos centrales importantes es insuficiente y llega demasiado tarde.

*“Una recesión económica casi global vendrá a continuación a medida que las pérdidas financieras y de crédito y la crisis de crédito se extiendan alrededor del mundo. El pánico, las oleadas de ventas, la caída en cascada en los precios de los activos exacerbarán la tensión financiera y real a medida que cierto número de instituciones financieras grandes y sistemáticamente importantes vayan a la bancarrota”.*<sup>13</sup>

Para Roubini, se acercaba una crisis similar al crash bursátil de 1987 produciendo más pánico y tensión. Las medidas monetarias y fiscales no serán capaces de subsanar esta grave crisis financiera endémica ya que los problemas de crédito e insolvencia superan a los problemas de falta de liquidez. En este panorama, Estados Unidos y otros países sufrirán la crisis más grave de este último cuarto de siglo.

---

<sup>13</sup> “Le prospettive dell’economia mondiale”. Moneta e Credito, PSL nº 223 septiembre de 2003.



## 4.2 PAOLO SYLOS LABINI

En el artículo publicado *Moneta e Credito* en septiembre de 2003, advierte de “*graves preocupaciones sobre la economía de Estados Unidos, lo que condiciona fuertemente las economías de los demás países y, sobre todo, europeas*”.<sup>14</sup>

Sus preocupaciones eran justificadas porque “*había notado ciertas similitudes entre la situación que surgió en Estados Unidos en los años veinte del siglo pasado, un periodo que terminó en la peor depresión en la historia del capitalismo, y la situación que ha surgido hoy en Norteamérica*” (ibídem). Algunas de esas similitudes eran la importancia de las innovaciones, la especulación en la bolsa, que, no estaba alimentada por los beneficios obtenidos, sino por la expectativa de aumento estos beneficios, el gran endeudamiento a corto y a largo plazo y los beneficios crecientes.

Para Sylos Labini, los aspectos fundamentales que se deberían de dar para el continuo proceso de crecimiento económico son, las innovaciones tecnológicas, los cambios en las formas de mercado y los cambios en la distribución del ingreso; además habría que añadir la sostenibilidad de las deudas.

Según Labini, los sueldos representan una parte del gasto y por otra parte la demanda va hacia la producción, al aumentar el ingreso de los trabajadores. En el caso que nos ocupa de la crisis su diagnóstico se basó en la desigual distribución de la renta, lo que supuso menor demanda de los bienes de consumo y aumento de la deuda pública y privada para financiar, en el caso de las empresas sus inversiones y adquisiciones y en el caso de las familias sus inversiones en bienes de consumo duraderos, como los inmuebles.

Con respecto a la desigualdad en la distribución de la renta Labini, hace una comparación entre los años veinte y los años noventa. En este artículo comenta que la desigualdad de la renta trae como consecuencia el surgimiento de problemas como el debilitamiento de la demanda de bienes y el aumento de la especulación y las deudas contraídas. En un análisis de los años veinte se observa que la proporción de ingreso del quintil de los pensionistas con mayor poder adquisitivo obtuvo un incremento de seis

---

<sup>14</sup> Ibidem

puntos porcentuales respecto al periodo anterior, aumentando del 48% en 1923 al 54% en 1929.<sup>15</sup> (Sylos Labini, 1984 p.25)

En los años noventa el poder adquisitivo de los ingresos medios del quintil más bajo perdido 3,6 puntos, mientras que la del quintil más alto creció en 0,7 puntos: la brecha se incrementó en 4,3 puntos de 1992 a 2001, según las cifras suministradas por el Departamento de Investigación del Banco de Italia de acuerdo a lo señalado por Labini.

Todo esto generó una creciente desigualdad que se creó de manera sistemática gracias al efecto de las políticas fiscales como resultado del crecimiento de nuevas industrias que generaban grandes ganancias.

Esta dinámica económica, hace que se creen especulaciones en el mercado de valores, generando ganancias a los altos directivos y originando olas de compras de propiedades, formando burbuja en el mercado bursátil y en el mercado inmobiliario.

Por eso se queja Labini en este artículo de la existencia en la economía de Estados Unidos de “*dos burbujas, una en la bolsa y otra en los mercados inmobiliarios*” (ibídem 269). Debido a la globalización las burbujas especulativas se extienden por todo el mundo desarrollado y no se desinflan de forma rápida.

Dentro de lo expuesto por Labini en este artículo, resulta de interés el enfoque que le da al análisis de la crisis económica en América. En este apartado expresa, como bien dice Roncaglia, el condicionamiento de la economía estadounidense sobre otros países, así como también su opinión pesimista sobre la situación basada en un profundo análisis sobre el modelo de economía capitalista. En este análisis encontró la ocurrencia de un comportamiento cíclico de las economías bajo este modelo, cuyas fases son prosperidad, recesión y depresión .

Otro tema que comenta Labini en su artículo, se basa en la sostenibilidad de la deuda, haciendo foco en la deuda pública y privada, partiendo de un análisis del capitalismo contemporáneo visualizando la tasa de interés como un fenómeno dinámico, asumiendo que en el largo plazo tendía a coincidir con la tasa de aumento de los ingresos.

Las observaciones que hace para dicho análisis resultan interesantes, ya que parte de la hipótesis de que el pago de intereses no crea dificultades cuando se trata de

---

<sup>15</sup> “Las fuerzas del desarrollo y del declive” P. Sylos Labini.(1988) Ed. Oikos-Tau SA

préstamos de producción, o si su uso da lugar a un beneficio por lo menos igual a los intereses en el caso de los préstamos privados. Tanto en un caso como en otro, la tasa de interés tiende a coincidir con la tasa de aumento del ingreso.

Paolo Sylos Labini comenta en su artículo que la crisis originada en Estados Unidos, impacta fuertemente a todo el mundo, ya que, la situación económica en países como Japón y Argentina se vio agravada durante esta crisis. Sin embargo, considera que los países denominados del tercer mundo obtuvieron un impacto positivo a esta crisis, ya que presentaron mayor crecimiento en algunos mercados.

Tal crecimiento ha sido posible gracias a las exportaciones de la industria de productos tradicionales. Para producir estos activos utilizaron técnicas que implican un menor grado de mecanización y una mayor proporción de operaciones de seguro directo, permitiendo una mayor flexibilidad en los precios, mejorando así su competitividad, sobre todo en los malos tiempos económicos.

Labini expresa que en la era de la globalización existen mayores probabilidades de que se generen ondas especulativas extendiéndose por todos los países desarrollados aunque estas no ocurran a la vez. El impacto de estas ondas especulativas es tal, que los principales bancos del mundo se han visto obligados a desarrollar políticas de apoyo indefinidas para contrarrestar este tipo de situaciones, de manera tal que se logre disminuir el efecto ocasionado por estas burbujas, ya que el daño ocasionado a nivel económico no desaparece inmediatamente sino de forma paulatina.

Posteriormente, al mencionar las hipotecas subprime, que fueron la espoleta de la crisis mundial, Sylos Labini indicaba que “*Si el equilibrio se basa en la relación consumo-producción [...] deben existir las correspondientes compensaciones*” Lo que ocurrió con la hipoteca subprime es que se fió su comercialización al crédito, es decir a “*dinero que no existía*”<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> “Science and the economics crisis” Sylos Labini (2016) Ed. Springer

#### 4.4 WYNNE GODLEY – ALEX IZURIETA

En junio 2004 Wynne Godley y Alex Izurieta, en su artículo titulado *“L'economia statunitense: debolezza della “forte” ripresa”*, basándose en un análisis de los saldos financieros, expresan fuertes dudas de la sostenibilidad del crecimiento norteamericano.

*“Los saldos financieros en relación con los flujos de ingresos deben de quedar dentro de determinados límites, si no desea que las deudas crezcan de manera excesiva, lo que significa que el control de dichos saldos puede proporcionar advertencias sobre la activación de procesos insostenibles. Además, el hecho de que la adquisición neta de activos financieros por parte de un sector implica necesariamente la variación de signo equivalente frente a la suma de adquisiciones netas de otros sectores tiene consecuencias para la forma en que deben evaluarse los objetivos de deuda pública”*.<sup>17</sup>

Godley e Izurieta en este artículo hacen un amplio análisis de la economía estadounidense basándose específicamente en el estudio de balances de sus estados financieros considerando los principales sectores. En este análisis, se descubrió que la expansión ocurrida en Estados Unidos en 1992-2000 que involucraba un creciente excedente fue recibida de tal manera, que se pensó que perduraría en el tiempo. No obstante, era insostenible y su política fiscal debía cambiar drásticamente. *“Sin embargo, habría bastado mirar la configuración de los saldos financieros para entender que está desarrollando un todo insostenible”*.<sup>18</sup>

En este tipo de artículo se ahonda en lo referente a variables macroeconómicas con el objeto de analizar las brechas existentes entre los sectores económicos en función de los ingresos y gastos que componen el PIB.

Muchos han afirmado que los desequilibrios macroeconómicos, sobre todo la enorme dimensión y el continuo crecimiento de la deuda privada y exterior norteamericana, han desempeñado un papel importante en la crisis. De hecho ambos han favorecido la financiarización de la economía norteamericana y de la global, y la elevada deuda privada ha aumentado la fragilidad financiera interior. La deuda privada interior

---

<sup>17</sup> “La economía estadounidense: debilidades de la recuperación “fuerte”. W.Godley - A. Izurieta  
Moneda e crédito, nº 226, junio 2004

<sup>18</sup> *Ibidem*.

podría llevar, por ejemplo, a la explosión de una crisis de las tarjetas de crédito; a deuda exterior, a una crisis monetaria, del dólar o de otras monedas de países con una elevada deuda exterior como ha sucedido en el pasado.

Una serie de artículos publicados nos indican que en esa situación financiera el aumento del gasto privado de forma superior al de los ingresos no puede continuar para siempre. A mitad de 1999 en el artículo “Siete procesos insostenibles” (“Seven unsustainable processes”) de W. Godley intenta determinar si la política fiscal y comercial es apropiada en el medio plazo. Dada la política fiscal sin cambios y la previsión de consenso para el crecimiento en el resto del mundo, la expansión continua requiere que el gasto privado continúe expandiéndose en relación con los ingresos. Cuando la demanda privada vacile, será necesario lograr una relajación sustancial de la política fiscal y asegurar una mejora estructural en la balanza de pagos de los Estados Unidos. En este documento se examina primero el origen del crecimiento actual, examinando, a su vez, la política fiscal, el comercio exterior y el gasto y el endeudamiento de los ingresos privados. Este examen muestra que el crecimiento actual está asociado con siete procesos insostenibles en los Estados Unidos: 1) la caída del ahorro privado en un territorio negativo cada vez más profundo; 2) el aumento del flujo de préstamos netos al sector privado; 3) el aumento de la tasa de crecimiento del stock monetario real, (4) el aumento de los precios de los activos a una tasa que excede con mucho el crecimiento de los beneficios (o del PIB), (5) el aumento del superávit presupuestario, (7) el aumento del endeudamiento exterior neto de los Estados Unidos en relación con el PIB.

*“Cuando habla del análisis estratégico, Godley expone las previsiones negativas futuras en la economía de los Estados Unidos y manifiesta su rechazo a las políticas económicas del momento. “La tesis central de este ensayo es que, dada como inmutable la política fiscal, y de acuerdo con la previsión de consenso sobre el crecimiento en el resto del mundo, la continuación de la expansión de la economía estadounidense requiere que el gasto privado continúe aumentando en relación al rédito. Mientras que nada puede suceder durante el próximo año, parece imposible que esta fuente de crecimiento pueda aproximarse a un horizonte temporal estratégico”.*<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> “Siete procesos insostenibles: perspectivas a medio plazo y políticas para Estados Unidos y el mundo”. W. Godley, 1999. Informe para The Levy Economics Institute de Bard College.

Para Godley, el crecimiento, tanto de la financiación neta al sector privado, como el aumento de la oferta monetaria real no podían seguir esta evolución durante un tiempo prolongado. Si este crecimiento continuase así durante más tiempo, el endeudamiento del sector privado sería tan extremo que el sistema estaría a punto de colapsarse, es decir, que si quisiéramos revertir la situación tendríamos que acabar con la actual línea inoperante de política fiscal y tendría que ser cambiada de raíz. Sus conclusiones son claras, indicando que los Estados Unidos iban a entrar en una fase de crisis, estancamiento y paralización, siendo necesario cambiar las políticas económicas imperantes.

#### 4.5 HYMAN MINSKY

##### Hipótesis de la ineficiencia financiera (Minsky)

*“Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando el espíritu de empresa se convierte en vorágine dentro de una corriente de especulación. Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal”.*<sup>20</sup>

Uno de los economistas más importantes del siglo XX fue Hyman Minsky(1919-1996). Como suele pasar con otros genios, el reconocimiento a sus teorías en vida no fue el que debiera, ya que se opuso a la teoría económica predominante de la época.

*“El modelo abstracto de la economía neoclásica no puede generar inestabilidad. Cuando se construyó la síntesis neoclásica, los bienes de capital, los acuerdos financieros que se centran en torno a los bancos y a la creación de dinero, las limitaciones impuestas por los pasivos (deuda) y los problemas asociados con el conocimiento acerca de la incertidumbre del futuro fueron ignorados.”* Minsky

Minsky, fue uno de los economistas, que predijo, que podría haber nuevas y devastadoras crisis económicas. En la actual crisis financiera, a pesar de tener características específicas propias de la cual, los mecanismos en marcha, evocan la teoría

---

<sup>20</sup> J. M. Keynes, 1936, “Teoría general de la ocupación el interés y el dinero”

general de las crisis financieras propuestas por Minsky en su libro “Can it happen again?” (“Puede repetirse de nuevo?”. 1982).

Minsky realiza un análisis de una economía cerrada destacando la condición endógena de las causas de la crisis.

La teoría de Minsky la podemos englobar en tres aspectos principales: una teoría de la fragilidad financiera, una teoría de la crisis y una teoría de la evolución del capitalismo.

La hipótesis de la inestabilidad financiera tiene aspectos empíricos y teóricos. Basándonos en la experiencia, las economías pueden tener inflaciones y deflaciones de deuda que, en ocasiones, resultan incontrolables. Esto puede ser el resultado de una retroalimentación tanto de la inflación como de la deflación de deuda. Las actuaciones de los gobiernos han sido ineficaces en algunas crisis históricas, estos hechos, demuestran que la economía no siempre se ajusta al canon ortodoxo (la economía busca siempre un equilibrio por si sola).

La hipótesis de la inestabilidad financiera está basada en la “Teoría General” de Keynes, en la opinión de crédito de dinero y las finanzas de Joseph Schumpeter (“Teoría del desenvolvimiento económico”) y por supuesto en los pensamientos de Hyman Minsky.

El razonamiento teórico parte de la situación en que la economía capitalista tiene un sistema financiero complejo, sofisticado y costoso de bienes de capital. El crecimiento del capital de una economía va unido al intercambio de dinero presente por dinero futuro, es decir, el dinero presente es el que se usa a la hora de invertir en este momento, mientras que el dinero futuro es el resultante de los beneficios de la inversión. Según Keynes, existe una gran cantidad de activos reales que constituyen nuestra riqueza capital (edificios, existencias de materias primas, ...). Los propietarios de estos activos suelen haber pedido prestado dinero para poder adquirir todos esos bienes. La mayor parte de esta financiación, se lleva a cabo a través del sistema bancario, que responde con su garantía entre las personas que han dejado depósitos en el banco y sus clientes, a los cuales les presta dinero para poder financiar la adquisición de activos reales. La interposición de este “velo monetario” entre el activo real y el propietario de la riqueza es una característica especialmente marcada del mundo moderno. Este “velo” es distinto a la

teoría cuantitativa del dinero (intercambio de dinero por bienes o viceversa). El “velo” de Keynes sugiere que el dinero y la financiación están conectados a través del tiempo. Una diferencia entre la teoría cuantitativa del dinero y la hipótesis de estabilidad financiera es que, esta última, considera a la banca como una entidad de lucro, lo que implica, que los bancos obtienen rendimientos principalmente de comprar y vender deuda.

Según esta teoría, tres son las relaciones entre deuda e ingresos que son: deuda cobertura, deuda especulativa y deuda Ponzi.

La deuda de cobertura (*Hedge funds*), es la forma menos arriesgada de financiar una inversión, con todos los ingresos generados por ésta, el inversor es capaz de devolver tanto los intereses como el montante principal. Los ingresos que se obtienen de forma regular superan las deudas adquiridas. Es una posición financiera equilibrada. Debido a este saneamiento de la economía, el interés a corto plazo es bajo.

La segunda (*Speculative funds*), que llamó deuda especulativa, el inversionista puede permitirse pagar los intereses con sus beneficios pero no el montante inicial, por lo que la deuda tiene que ser refinanciada pero el valor de las actividades generadas por el préstamo puede constituir una garantía para estas nuevas financiaciones. Los pagos que se tienen que realizar son superiores a los ingresos estimados. Los principales problemas de este tipo de financiación son que, la financiación puede resultar demasiado costosa o en el momento en que se necesite, sea imposible obtenerla (falta de liquidez) y que el valor de mercado de los activos evolucione negativamente (riesgo de mercado).

Por último está la deuda Ponzi,<sup>21</sup> (*Ponzi funds*) la más peligrosa, la actividad de esta inversión no produce beneficios o estos no son capaces ni de cubrir los intereses del préstamo, por lo que son necesarias nuevas entradas de capital, es decir, nueva deuda pero se espera que el valor de mercado de esta actividad aumente en mayor proporción que las cargas por los intereses. (sistema piramidal). El ejemplo que pone Roncaglia es el oro, te endeudas para comprar oro con el fin de que el valor de mercado de este aumente en mayor proporción al tipo de interés que tengas que pagar al contratar el préstamo, por lo que cuanto más te endeudas mayores serán tus beneficios. En un sistema racional, una

---

<sup>21</sup> Llamado así por un banquero de Boston que en los años veinte defraudó a sus clientes capitalizando intereses que sabía no podía pagar. H.P. Minsky, "The International Ponzi Scheme", Boston Globe, 5 de julio de 1984.



deuda tipo Ponzi sólo podría ser resultado de una mala inversión, un resultado diferente del que se había estimado. Pero realmente, esto no es así, cuando la tasa de interés es más baja que la tasa de beneficios, las empresas tienen una predisposición natural a convertirse en un sistema financiero frágil debido al atractivo de obtener una mayor rentabilidad de la inversión. Un sistema es robusto, cuando predominan los tipos de deuda de cobertura y especulativa, mientras que, el sistema es frágil si predomina el tipo de deuda Ponzi.

Según esta teoría, una economía está más dispuesta a sufrir una gran recesión cuanta más deuda Ponzi haya respecto a las otras dos.

Minsky afirmó en 1974 que *“el sistema financiero oscila entre la robustez y la fragilidad, y esa oscilación es parte integrante del proceso que genera los ciclos económicos”*.

El sistema financiero va cambiando, pasando de ser fuerte a frágil, dentro del crecimiento económico, los créditos aumentan en la idea de que la economía seguirá siendo fuerte y se podrá seguir pagando la deuda. Cuando la economía se debilita también se calma el nivel del crédito. Cuando el mercado se da cuenta de las pérdidas que se van acumulando y decide no otorgar más préstamos, se da el llamado “Momento Minsky”. Es el momento en que la pirámide Ponzi se derrumba.

Mucha gente piensa, que esta crisis puede ser debida a un sistema financiero defectuoso ya que, los errores que puede causar este sistema financiero se pueden autoabastecer. La innovación financiera y la emoción por el riesgo generan un veloz crecimiento de los créditos que aumentan el precio de los activos, justificando una expansión de los créditos aún mayor y a su vez un aumento del precio de los activos. Al final se llega a un punto, en el que el precio de los activos es el máximo, empiezan las ventas originadas por el miedo, los bancos dejan de dar créditos y se produce una insolvencia generalizada. Es, en este preciso momento cuando se origina una recesión económica. *“No puede haber una burbuja inmobiliaria sin el rápido crecimiento del crédito”*.<sup>22</sup>

Para explicar la crisis de las hipotecas subprime vamos a centrarnos en las teorías de dos investigadores: Hyman Minsky y Jan Toporowsky. En primer lugar estas dos

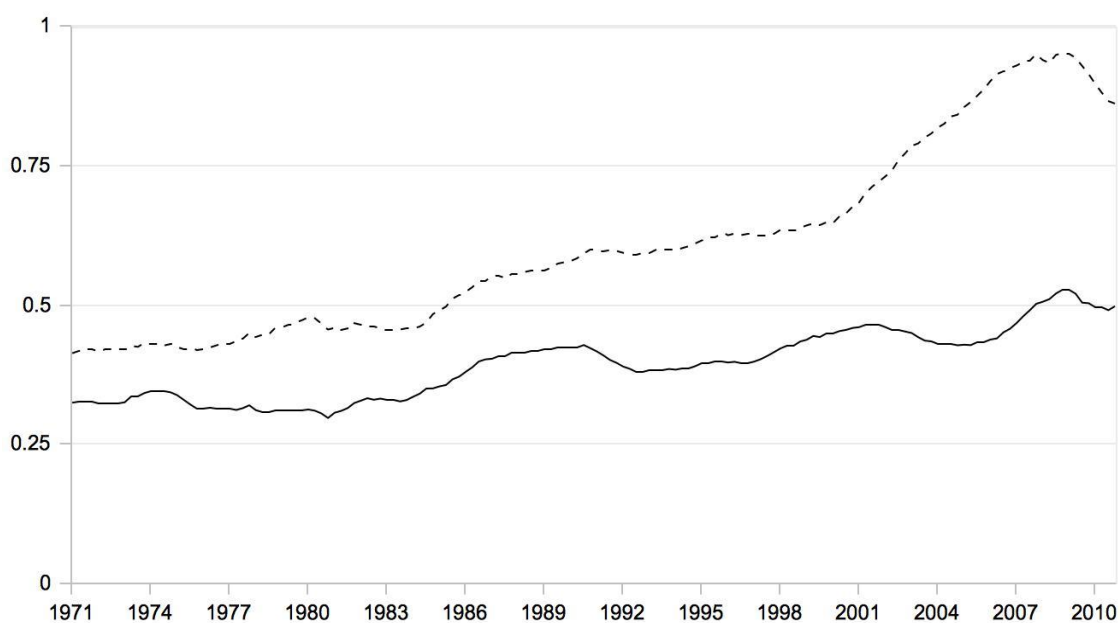
---

<sup>22</sup> Manías, pánicos y cracs” Charles P. Kindleberger y Robert Z. Aliber (2012)

teorías parecen que se contrastan una sobre la otra, sin embargo, las dos teorías conjuntamente pueden proporcionar una firme explicación de cómo la crisis surgió endógenamente, es decir, se cree que los hechos que produjeron la crisis actual eran congénitos al capitalismo, no procedían de shocks exógenos. Según Minsky: *“Las crisis no se deben a las características especiales de ninguna institución; nacen del funcionamiento normal del sistema”*, escribió Minsky en 1987.

Para explicar el endeudamiento que condujo a la crisis, es conveniente analizarlo desde el punto de vista de Josef Steindl y su teoría “endeudamiento forzoso”. Esta teoría desagrega el ahorro privado entre el ahorro de las familias y el ahorro de las empresas. Las decisiones de las familias tienen un impacto directo en el endeudamiento de las empresas, ya que, si las familias ahorran, las empresas para subsistir se tienen que endeudar. Lo extraño de estas crisis, es que la situación financiera de las empresas era estable, mientras que las familias iban acumulando deuda.

Gráfico 2 Deuda sobre el PIB. Línea discontinua: hogares; línea continua: empresas.



Fuente: Elaboración propia

En el punto de mira, está la explicación que puede aportar la hipótesis de la inestabilidad financiera sobre la crisis de las subprime, ¿Fue un momento Minsky?. El momento en que los inversores se ven obligados a vender sus inversiones más sólidas,

debido a su elevado endeudamiento producido por un elevado optimismo en una época de tranquilidad y crecimiento económico, se trata de un “momento Minsky”. Los inversores inmobiliarios, llegaban a un punto en el que sus endeudamientos tenían que ser continuamente refinanciados, hasta que llegó el momento en que el precio del ladrillo comenzó a caer, y vieron imposible hacer frente al pago de sus deudas (deuda Ponzi), incluso vendiendo los activos (inmuebles) que tenían, ya que el precio de estos era inferior al que lo habían adquirido. Por lo que desde este punto de vista se podría decir que si, que se trata de un “momento Minsky”.<sup>23</sup>

A pesar de esto, uno de los economistas post-keynesianos más importantes, Paul Davidson, cuestionó que estas crisis de las subprime pudiesen ser un “momento Minsky”. Según Davidson, las tres posiciones de deuda no se pueden dar en el mercado inmobiliario, porque para realizar una inversión, cuya financiación sea tipo especulativa, se exige una intención premeditada de refinanciar la deuda y los contratos de hipotecas de alto riesgo incluyen fuertes multas, por lo que, si se actúa en sentido racional, no sería lógico planificar un tipo de inversión si sabes que puedes perder grandes cantidades de dinero. Finalmente, la explicación de Davison de la crisis fue el intento de titulizar activos líquidos.

Jan Kregel, otro ilustre post-keynesiano, llega a la misma conclusión que Davidson, pero desde un punto de vista diferente. Para Kregel, sí que existe un tipo de deuda Ponzi, sin embargo, la presencia de ésta, no viene generada por fuerzas endógenas como determina Minsky. Se produjo por un cambio estructural en las instituciones financieras, que ocasionó la separación entre el emisor de la deuda, el evaluador de la calidad de ésta y el riesgo del prestamista. Los bancos no se encargan de evaluar el riesgo de la inversión, ya que, venden las hipotecas titulizadas y pasan el riesgo de impago a los compradores de estos títulos, es decir, el banco una vez concede la hipoteca, la vende en títulos y obtiene el montante de la hipoteca más unos beneficios en forma de comisiones que él mismo pone. Wray (2012) reitera que la crisis es consecuencia de un cambio estructural, no obstante, plantea una interpretación minskyan (mezcla de pensamientos de Minsky y Jan Toporowsky) de lo sucedido. Él parte de que el exceso de optimismo, en

---

<sup>23</sup> La expresión "momento Minsky" fue acuñada en 1998 en ocasión de la crisis de Deuda rusa por Paul McCulley, gerente de fondos de bonos de PIMCO, una compañía de inversión que dirige uno de los mayores fondos de bonos.

un contexto de expansión económica, llevó a las instituciones financieras a realizar prácticas mucho más arriesgadas. Según Keynes : *“Durante un auge, el cálculo popular de la magnitud de ambos riesgos, el del prestamista y el del prestatario, puede llegar a ser inusitado e imprudentemente bajo”*.<sup>24</sup>

Otros economistas relevantes como Dymski (2010), Bellofiore y Halevi (2009) admiten la relevancia que ha tenido Minsky en la comprensión de las principales características de la crisis pero habría que actualizar la teoría de la hipótesis financiera para poder hacer coherente la explicación de la crisis a partir de ésta, debido a los nuevos elementos y cambios estructurales que no se dieron en la época de Minsky.

Por consiguiente, parece lógico intentar adaptar la teoría de la hipótesis de la inestabilidad financiera al contexto económico actual, con todos los cambios que se han venido produciendo. Esta FIH actualizada, reemplaza el antiguo método de decisión de inversión (aumento del stock de capital productivo de las empresas) por la compra de viviendas de los hogares. Entonces, se originó, una nueva teoría de precios basada en esta nueva FIH, por una parte, la salida de dinero para comprar activos (casas) y por otra parte, el valor esperado de estos activos. Esta nueva teoría, se puede comparar con la original de flujos y stocks, por el comportamiento especulativo cada vez más frecuente a la hora de comprar viviendas que luego se convierte en un flujo (monetizado) a través de la venta, refinanciación o utilizando el valor de la casa como garantía. El resto de la FIH sigue igual, en este caso, las unidades Ponzi de deuda, son los hogares que tienen que refinanciar sus hipotecas y la situación de euforia por el momento álgido que vive la economía también es el mismo que el original. Cuando la deuda Ponzi se volvió insostenible surgió la crisis.

Acabamos de ver, que la FIH ha tenido que ser actualizada, porque el capitalismo sigue siempre una evolución constante. *“El capitalismo es dinámico, evoluciona el sistema constantemente. En ninguna parte, este dinamismo, es más evidente que en su estructura financiera...”* (Minsky y Whalen, 1996, págs. 2-3).

Para Minsky, la evolución del capitalismo sigue tres fases secuenciales, distinguiendo características diferentes entre unas y otras: el capitalismo emprendedor de los inicios, fue seguido por el capitalismo corporativo en el que dominaban las grandes

---

<sup>24</sup> J. M. Keynes, 1936, “Teoría general de la ocupación el interés y el dinero” pg . 133

empresas y finalmente, en los tiempos actuales, domina el capitalismo financiero caracterizado por un plazo muy corto a la hora de tomar decisiones diferenciándose claramente con los emprendedores y gestores de empresas manufactureras que basan sus expectativas de producción en el largo plazo. Minsky no consideró esta evolución del capitalismo como algo bueno, sino una evolución peligrosa que debe ser controlada y armada con unas leyes bien diseñadas. Para Keynes: *“Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal”*.<sup>25</sup> (TG, pg 145).

#### 4.6 CHARLES KINDLEBERGER

Charles Kindleberger (1910-2003), famoso historiador económico (premio Nobel de economía en 1999), célebre por, entre otros estudios, los realizados sobre la historia de la crisis, alertó sobre los riesgos de la *asset inflation* (el aumento de las cotizaciones de la bolsa y de los inmuebles), manifestando que la política económica tendría que facilitar el tener controlado ese tipo de inflación, por el peligro que supone de crisis el estallido de la burbuja especulativa. Las crisis financieras no se circunscriben a un solo país, sino que la mayoría afectan a una pluralidad de países. La burbuja inmobiliaria y la burbuja del alza en el precio de las acciones han ocurrido, a la vez, en varios países (Estados Unidos, Japón, España...). La crisis puede transmitirse a las economías de los distintos países por las subidas y bajadas de los precios de los títulos de bolsa y de otros productos, por los tipos de interés, por los movimientos de capitales o por factores psicológicos.

*“No es preciso decir que los precios de los productos suben y bajan conjuntamente en los mercados internacionales. Lo sorprendente es que lo mismo sucede*

---

<sup>25</sup> J. M. Keynes, 1936, “Teoría general de la ocupación el interés y el dinero” Pg 145

*con los precios de los títulos bursátiles, incluso cuando sólo hay unos pocos títulos que sean verdaderamente internacionales, es decir, que se negocien en varios mercados...”*<sup>26</sup>

Para Charles P. Kindleberger, la estructura de la burbuja tiene diferentes etapas o fases: sustitución, despegue, exuberancia, etapa crítica y estallido.

La fase de sustitución se puede originar por una serie de avances tecnológicos o algún suceso que hace que cambien las expectativas y las posibilidades de obtener beneficio. Los cambios tienen que ser importantes, valiosos, para que se puedan considerar desplazamientos lo que excluye a los sucesos de cada día, que pueden suponer algún cambio pero sin ser tan importantes como para considerarlos como desplazamientos. La guerra, los cambios políticos de relevancia o una innovación financiera podrían considerarse como ejemplos. *“Cuando se produce alguna noticia repentina muchas veces inesperada, que provoca que la gente esté muy dispuesta a comprar o vender...”*<sup>27</sup>

La fase de despegue es aquella en la que se compran o adquieren bienes en el momento para vender con un precio superior. El mercado comienza a subir de forma rápida. La volatilidad es baja, hay un incremento en la expansión del crédito y en la inversión, haciendo que los precios de los bienes y de los activos aumenten rápidamente.

La tercera fase es la de la exuberancia, la de la euforia. Las personas y las empresas ejercen una fuerte presión con su demanda lo que supondrá un alza en los precios y que posibilitará otras oportunidades para obtener más beneficio para inversores y empresas. Gran parte de esta acción especulativa se realiza mediante la obtención de créditos. Los especuladores “profesionales”, habituados al mercado, desestabilizan los mercados haciendo que los precios crezcan continuamente. Los especuladores nuevos, recién llegados, compran los bienes al precio más alto y venden a un precio bajo cuando los “profesionales” hacen que los precios del mercado bajen, provocando una verdadera desestabilización del mismo. El objeto sobre el que se especula no tiene por qué ser un único elemento, poder ser múltiple: valores mobiliarios, seguros, mercados de divisas, fondos de inversión, etc. *“Cuando la euforia y la especulación se extienden a distintos objetos y a diferentes lugares, la probabilidad de que el sistema monetario se conmocione*

---

<sup>26</sup> Charles P. Kindleberger.(1991) “Manías, pánicos y cracs” pg159

<sup>27</sup> Pasaje de Gerard Malynes citado por Violeta Barbour en “Capitalism in Amsterdam in the 17th Century, 1963

*aumente considerablemente. La avaricia o el apetito por la renta son altamente contagiosos. La imagen del vecino que consigue ciertas ganancias de capital tiende a hacer que la gente sea menos precavida”.*<sup>28</sup>

La cuarta etapa es la crítica, donde los compradores comienzan ya a escasear. Los inversionistas presienten una posible burbuja y, ante la posibilidad de no poder pagar en un futuro sus créditos, comienzan a tomar ganancias, vendiendo a otros inversionistas menos experimentados, quienes compran unos activos que están muy sobrevaluados. Muchas de las compras que se realizan en esta cuarta etapa se hacen sin ningún cuidado, sin precaución, basándose en ocasiones en fraudes y promesas falsas. *“Las crisis comerciales y financieras están íntimamente ligadas con las transacciones que sobrepasan los confines de la ley y la moralidad”.*<sup>29</sup>

La quinta fase es la del estallido, la fase del pánico, donde los precios caen y los inversionistas se deshacen del activo de la burbuja. La rapidez con la que se venden los activos produce importantes caídas de precios. Los métodos usados en la etapa anterior para vender los activos salen a la luz, haciendo estallar la burbuja. Las ventas se realizan de forma masiva, con la consiguiente caída de precios, llegando incluso a ser inferiores a su valor. *“El crac y el pánico inducen aún más al engaño con el fin de conseguir la propia salvación. La señal del pánico es, con frecuencia, la revelación de una estafa, robo, malversación o fraude”.*<sup>30</sup>

Ante la imposibilidad de pagar los préstamos concedidos por parte de los prestatarios se producirán quiebras bancarias, con lo que la confianza de los depositantes mermará significativamente. El pánico continuará hasta que se convenza al mercado de que hay dinero suficiente para atender a la demanda de efectivo.

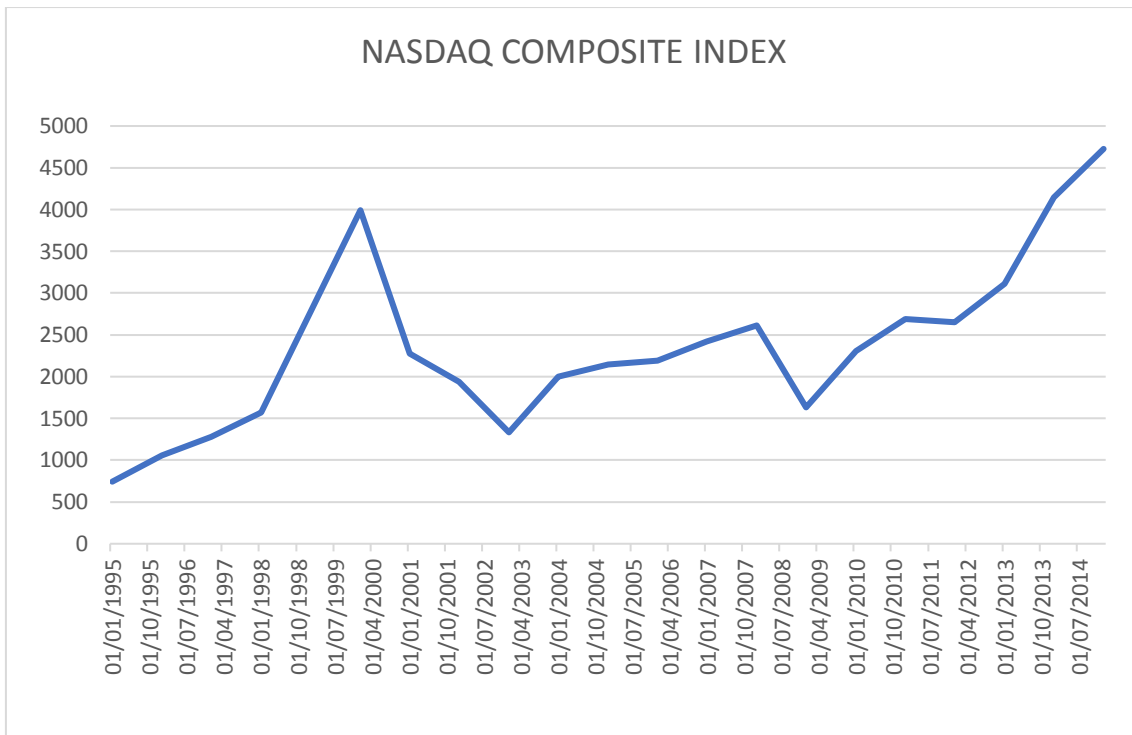
---

<sup>28</sup> “Historia financiera de Europa” Charles Kindlberger (1988)

<sup>29</sup> Charles P. Kindleberger. (2012)“Manías, pánicos y cracs” pg 109

<sup>30</sup> Charles P. Kindleberger. (2012)“Manías, pánicos y cracs” pg 109

Gráfico 3



Fuente: Elaboración propia, según cotizaciones Nasdaq Composite Index

Gráfico 4



Fuente: Elaboración propia, según cotizaciones Dow Jones Industrial



Históricamente los periodos de pánico que han terminado con éxito han sido porque han encontrado alguna fuente de financiación que ha facilitado poder liquidar los activos antes de que los precios alcanzaran mínimos ruinosos. Pero ¿quién tiene la responsabilidad de proporcionar el efectivo necesario?

La idea del prestamista de última instancia fue concebida por Bagehot en 1873. En 1848 publicó un artículo donde daba una versión de su idea: *“El gran defecto de una circulación metálica es que la cantidad de monedas en circulación no puede ser ajustada a una demanda repentina...Pero cuando se comprueba el hecho de una repentina y gran demanda, no encontramos objeción alguna, sino incuestionables ventajas de la introducción de este elemento en medio de la circulación metálica”*.<sup>31</sup>

El prestamista de última instancia o último recurso intenta que haya más efectivo disponible en el mercado para evitar fugas de activos financieros hacia dinero líquido. Pero el prestamista quiere poner sus condiciones y reglas a la hora de decir, por ejemplo, cuánto, cuándo o para quién. Los préstamos deben de basarse en garantías *“tan amplias como lo exija el público”*.<sup>32</sup>

El prestamista se plantea dilemas sobre cuál es el importe adecuado, cuál es el momento apropiado, si aplaza la concesión del préstamo, si las garantías son suficientes...Cuando se produce el crac se espera que algunas compañías quiebren, pero no se aguarda tanto como para que quiebren las empresas solventes. Si se rescata demasiado pronto, se puede contribuir a la subida de la inflación, si se retrasa el rescate, se prolonga la crisis y la agonía.

Ya en el siglo XVIII, en una crisis que hubo en Inglaterra, el Banco de Inglaterra tomo el papel de prestamista de último recurso y sólo así, introduciendo liquidez al sistema, el pánico amainó. De todos modos, el Banco de Inglaterra tardó en asumir el papel de prestamista de último recurso debido a que, el gobierno no paró de emitir letras del Ministerio de Hacienda y realmente el banco central no asumió completamente el papel hasta mitad del siglo XIX.

Según Sprague, los bancos más grandes y rentables deberían de asumir este papel, aunque, ello les condujese a unas rentabilidades menores, pero tienen que ser

---

<sup>31</sup> Walter Bagehot “ Lombard Street: A Description of the Money Market”, 1873

<sup>32</sup> “Collected Works of Walter Bagehot” (1974), vol. 9 pg 147

consecuentes del estado de la moneda, de la fuga de depósitos y del estado de la balanza de pagos. Es decir, el grupo de bancos más fuertes tendrían que ponerse de acuerdo y actuar de manera solidaria y evitar que estafadores y *free riders* se puedan aprovechar en el último momento.

Para Bagehot, el encargado de poder realizar estos cargos no debería estar vinculado a ninguna presión política, por eso, para él, delegaría el poder de realizar estos préstamos a los bancos centrales para evitar conflictos políticos y conceder estos préstamos a personas indebidas. Las personas que se tendrían que beneficiar de estos préstamos deberían de ser todos los solicitantes cualificados. Aun así, es una posición bastante inocente el poder pensar que los bancos centrales están totalmente aislados de presiones políticas. Hay que tener en cuenta que el hecho de rescatar a entidades que han estado mal dirigidas puede suponer un incremento de la mala gestión de las compañías en un futuro venidero.

El hecho de la existencia de un prestamista del último recurso supone una reducción del periodo de recuperación.

Papel importante es el que tiene los Bancos Centrales en la evolución y salida de una crisis financiera. El primer Banco Central reconocido como tal fue el Banco de Suecia en 1668. En 1694 se creó el Banco de Inglaterra. El Banco de Francia fue creado por Napoleón en 1800. La Reserva Federal de Estados Unidos se creó en 1913. El motivo primordial en su creación fue apoyar con liquidez épocas de crisis en bancos comerciales para minimizar o evitar el impacto en la población.

Una de sus funciones, aparte de regular el mercado de divisas y la estabilidad económica, es en lo referente al prestamista del último recurso, la regulación de la política monetaria, al influir en los tipos de interés y en la cuantía de dinero en circulación.

El Banco Central Europeo fue creado en 1998 y es el que controla, entre otras materias, la oferta monetaria. Ésta y otras funciones han sido delegadas al BCE por los gobiernos de la zona euro, según establece el Tratado de la Unión Europea. Así el BCE ha tomado medidas para apoyar el crédito, dentro de un proyecto de expansión monetaria, proporcionando financiación, apoyando sobre todo al sector financiero, y ajustándolas a las exigencias de liquidez del sistema.

## 5 CONCLUSIÓN

La realidad demuestra la gran dificultad que existe para predecir cuándo va a ocurrir y la magnitud de una crisis financiera. Además, habría que pararse a analizar los pensamientos de cada corriente económica (hecho muy complicado, pero sería lo más efectivo), ya que, aunque en ese momento un pensamiento no sea el predominante, seguramente pueda aportar un pequeño grano de arena a la hora de predecir o paliar los grandes errores que nos llevan a estas peligrosas y profundas crisis económicas. De hecho, los fallos cometidos por él, hasta el momento de inicio de la crisis, pensamiento dominante, han guiado a la política económica a cometer una serie de errores como la desregulación financiera que nos han llevado a esta profunda crisis. La aversión a establecer una serie de leyes para equilibrar un poco el mercado es otro gran error cometido por esos economistas que tenían fe ciega en los equilibrios que puede llevar el mercado por sí solo.

Hubo economistas que no se vieron sorprendidos por la crisis económica que llegó, pero que quizás sí se vieron sorprendidos por el poco eco que tuvieron sus advertencias, tanto en los medios de comunicación, como en los economistas afines al sistema, como en el propio sistema.

La crisis ha revelado que hay desarreglos en el modelo o patrón de crecimiento económico a escala mundial. También ha evidenciado que existe una disociación entre la economía real y el sistema financiero.

El hecho de que las ideologías estén presentes en la ciencia económica supone que haya varias interpretaciones para un mismo hecho y distintas soluciones para el mismo. La “arrogancia” de los economistas tampoco ayuda a la hora de analizar posibles deficiencias o a la hora de realizar autocrítica.

Lo que está claro, es que, para evitar otra crisis de tal envergadura, habría que enfrentarse a los problemas económicos (crecimiento del PIB, aumento del paro, disminución de salarios, aumento de la desigualdad, ...) de una manera científica y no como se ha hecho hasta de ahora basándose en la ideología del principal pensamiento económico que acapara las principales instituciones económicas. Esto es algo muy complicado ya que la economía al ser un fenómeno que nos afecta diariamente está muy

ligada a la política y al pensamiento subjetivo de cada persona. Esta subjetividad, se debería de aparcar y centrarse exclusivamente en la ciencia como tal.

## 6 BIBLIOGRAFÍA

-AMAT, O (2008): *Euforia y pánico. Aprendiendo de las burbujas y otras crisis*. Ed. Profit.

-AMAT, O (2009): *Euforia y pánico. Aprendiendo de las burbujas*. Ed. Profit

-GODLEY, W (1999):“*Siete procesos insostenibles*”Informe especial The Levy Economics Institute de Bard College.

-GODLEY, W. - IZURIETA, A (2004):“ *L’economia statunitense: debolezze della “forte” ripresa*” (La economía estadounidense: debilidades de la recuperación fuerte) *Moneda e credito* n° 226, junio

-GODLEY, W. - IZURIETA, A: “*El desarrollo de la recesión en Estados Unidos y directrices para la política*” Análisis octubre 2001 The Levy Economics Institute de Bard College.

-GREENSPAN, A (2007): *La era de las turbulencias*. Ed. Ediciones B.

-KEYNES, J. M. *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Editorial Aosta 1998

- KINDLBERGER, Charles (1991): *Manías, pánicos y cracs*. Ed. Ariel.

- KINDLBERGER, Charles - ALIBER, Robert Z. *Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras*. Ariel Economía, 2012

- KINDLBERGER, Charles. (1988): *Historia financiera de Europa*. Editorial Crítica.

-LABINI, Paolo Sylos: “*Le prospettive dell’economia mondiale*”. *Moneta e Credito*, PSL n° 223 septiembre de 2003.

-LABINI, Paolo Sylos (1988): *Las fuerzas del desarrollo y del declive*. Ed. Oikos-Tau SA.

-LABINI, Paolo Sylos (2016): *Science and the economics crisis* . Ed. Springer

-MAGNUS, G: “*What This Minsky Moment Means*” *Financial Times*, 22 agosto 2007

-MINSKY, Hyman P. (1987): *Las razones de Keynes*. Editorial: Fondo de Cultura Económica.

-MINSKY, Hyman P (1994): “*La inestabilidad financiera y la disminución de la banca*”. Documento preparado para la 36ª Conferencia Anual sobre Estructura Bancaria y Competencia, Banco de la Reserva Federal de Chicago, celebrada del 4 al 6 de mayo de 1994, Fairmont Hotel, Chicago.

-MINSKY, Hyman P (1992): “*La Hipotesis de la Inestabilidad Financiera*”. *Revista de economía crítica*, n°9 primer semestre 2010.

-MINSKY, Hyman P (2014): “*Minsky and the Subprime Mortgage Crisis: The Financial Instability Hypothesis in the Era of Financialization*”. Levy Economics Institute.

-PETRINI, Roberto (2010): *Proceso a los economistas*. Alianza editorial

-POLLIN, Robert (2003): *Los contornos del declive*. Editorial: Ediciones Akal, SA

-RONCAGLIA, Alessandro (2015): *Economistas que se equivocan. Las raíces culturales de la crisis*. Editorial: Prensas universitarias de Zaragoza

-ROUBINI, N: “*La crisis de Estados Unidos podría contagiar el mundo*”. Diario *La Repubblica*, 10/09/2007

-ROUBINI, N: “*12 pasos para el desastre financiero*” Artículo blog Roubini Global Economics, 05/02/2008

-SHILLER, Robert J.(2009): *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*. Gestión 2000, (2009)

-SHILLER, Robert J. - AKERLOF, George A.(2009): *Animal spirits: cómo la psicología humana dirige la economía*. Ediciones Gestión 2000

-SOROS, George (1998): *La crisis del capitalismo global*. Ed. Debate

-TALEB, Nassim Nicholas (2011): *El cisne negro*. Editorial Paídos Ibérica