

LAS NAVAJAS SISTÉMICAS DE LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL:
ESTADO, MERCADOS Y BANCOS

*THE SYSTEMATIC KNIVES OF THE WORLD FINANCIAL CRISIS:
STATE, MARKETS AND BANKS*

Ramón Casilda Béjar
Instituto de Estudios Latinoamericanos (IELAT)
Universidad de Alcalá de Henares
rcasilda@cadmoweb.com

Jesús Ferreiro Aparicio
Universidad del País Vasco
jesus.ferreiro@ehu.es

Recibido: junio de 2009; aceptado: octubre de 2009

RESUMEN

La actual crisis económica mundial es el resultado de un incorrecto diseño y funcionamiento de los mercados financieros y de sus agentes. Los procesos generalizados de desregulación financiera, unidos al proceso de globalización, han hecho que un problema aparentemente circunscrito a un pequeño segmento de los mercados financieros en la economía norteamericana haya adquirido una naturaleza sistémica global. La salida de la crisis depende del diseño de un nuevo marco regulatorio de los mercados financieros nacionales e internacionales que conduzca a un funcionamiento más estable y eficiente de los mismos.

Palabras clave: Crisis económica y financiera; Mercados financieros; Regulación; Desregulación.

ABSTRACT

The current global economic crisis is the result of a wrong design and working of the financial markets and agents. The generalized processes of financial deregulation, joined to the globalization process, have made that a problem seemingly focused in a small segment of the financial markets in the US economy has acquired a global systemic nature. The exit of the crisis depends on the design of a new regulatory framework of domestic and international financial markets that leads to a more stable and efficient working of financial markets.

Keywords: Economic and Financial Crises; Financial Markets; Regulation; Deregulation.

Clasificación JEL: G01, G1, G2.



1. LAS NAVAJAS SISTÉMICAS DE LA PRIMERA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Aunque las navajas de la crisis financiera están resultando poco conocidas, sí sabemos, sin embargo, que son sistémicas y extremadamente dañinas, pues contienen materiales altamente “tóxicos”, que producen heridas mortíferas, cuando no, altamente complejas de tratar al no contarse con el diagnóstico que permita una cura eficaz en el menor tiempo posible.

Enfilado el nuevo siglo XXI, el escenario de la economía mundial se encuentra ante la primera gran “crisis financiera global”¹, que provoca inéditos desafíos como los escándalos de los “directivos”, otrora impulsores de la ética de los negocios en cuanto a su recto proceder en la administración de sus empresas y compromiso con la sociedad, y aparentemente comprometidos con la creación de valor para los accionistas como únicos propietarios de las firmas que dirigen².

El escenario económico prevaleciente se sustentaba en un modelo basado en la desregulación, la liberalización financiera y el mínimo intervencionismo del Estado, donde primaba la “exuberancia irracional de los mercados”³. Tiempos aquellos tan fáciles como felices, súbitamente superados por la sistémica y poliédrica crisis financiera que golpea duramente y sin tregua a las economías avanzadas, contagiando éstas, por las intensas interrelaciones reales y financieras, a los países emergentes o en desarrollo⁴, como es el caso de América Latina (Casilda, 2009), que por cierto, en esta ocasión no es causante de la crisis, pero sí es sufridora⁵.

¹ “El mayor reto a la economía mundial de los tiempos modernos”, según el G-20.

² Destaca especialmente el caso de la aseguradora norteamericana AIG. “¡Que dimitan o se suiciden!”, expresaba el senador republicano Charles Grassley el sentir que recorre EEUU por el escándalo de las primas recibidas, que alcanzan 218 millones de dólares, como compensación por arruinar la compañía.

³ Alan Greenspan, durante una cena con empresarios celebrada a finales de 1996, pronunció esta frase que se ha convertido en una cita clásica.

⁴ Buena parte de las actuaciones de los países desarrollados se han centrado en evitar que la crisis se extienda todavía más a las economías en desarrollo, evitando así efectos de segunda ronda que agraven la ya de por sí deteriorada situación de las economías desarrolladas. En este sentido, se inscribe la medida adoptada por los países del G-20 en su reunión del 2 de abril de 2009 en Londres de destinar 850.000 millones de dólares a través del FMI y bancos de desarrollo multilateral para apoyar a las economías emergentes y en desarrollo. Más información en www.g20.org.

⁵ CEPAL (www.cepal.cl) dispone de una excelente página web denominada: Impactos de la crisis

Este es un hecho no suficientemente destacado. Salvo contadas excepciones, como la profunda crisis bancaria española de los setenta⁶ y la crisis bancaria sueca de principios de los noventa, las crisis del sector financiero en su conjunto eran un fenómeno exclusivo de los países en desarrollo, fruto bien de políticas macroeconómicas inadecuadas o de un funcionamiento ineficiente de sus sistemas financieros. El modelo a imitar por estos países era el de las economías desarrolladas, fundamentalmente la norteamericana, dotadas de sistemas financieros eficientes y estables, en donde los mecanismos de supervisión y regulación existentes protegían a los agentes de este tipo de crisis⁷.

Recordemos que la crisis financiera está produciendo una recesión de la economía mundial, hecho que no se conocía desde la segunda guerra mundial. Los últimos datos presentados por el Fondo Monetario Internacional el 22 de abril de 2009 (FMI, 2009a) muestran una recesión económica sin precedentes, como recoge el Cuadro 1⁸. Como puede observarse, la crisis golpea con mayor dureza en las economías desarrolladas, y en aquellas regiones en desarrollo con una mayor dependencia de las economías avanzadas, como es el caso de América Latina y de los países de la Europa del Este.

CUADRO 1: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO (%)

	2008	2009	2010
<i>Mundo</i>	3.2	-1.3	1.9
Economías avanzadas	0.9	-3.8	0.0
Estados Unidos	1.1	-2.8	0.0
Zona Euro	0.9	-4.2	-0.4
Unión Europea	1.1	-4.0	-0.3
Japón	-0.6	-6.2	0.5
Reino Unido	0.7	-4.1	-0.4
Economías emergentes y en desarrollo	6.1	1.6	4.0
África	5.2	2.0	3.9
Europa Central y del Este	2.9	-3.7	0.8
Rusia	5.6	-6.0	3.1
China	9.0	6.5	7.5
India	7.3	4.5	5.6
América Latina	4.2	-1.5	1.6

Fuente: FMI: World Economic Outlook, Abril 2009.

financiera en la región. Más allá de la coyuntura, desde donde se analizan los efectos de la crisis en América Latina así como las diversas medidas adoptadas por los países.

⁶ Para un amplio análisis, véase Casilda Béjar (1987).

⁷ En palabras de Forbes, los inversores extranjeros decidían invertir en activos norteamericanos para beneficiarse "de los altamente desarrollados, líquidos y eficientes mercados financieros estadounidenses, de las sólidas instituciones y gobernanza corporativa estadounidenses" (Forbes, 2008: 32)

⁸ Las previsiones del FMI para España apuntan a una tasa de crecimiento negativa tanto para 2009 (-3%) como para 2010 (-0.7%).

Sin embargo, el principal mal se encuentra en el peligro de “deflación”. El descenso en la actividad económica arrastra a los precios, de tal forma que como muestra el Cuadro 2, se prevé para 2009 una tasa de inflación negativa en las economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos y Japón.

No obstante, como indicábamos, el principal escenario posible se encuentra en el peligro de “deflación”⁹ (FMI, 2009a). Este fenómeno es complicado de manejar por parte de las autoridades económicas, ya que las herramientas tradicionales de política monetaria resultan ineficaces para estimular la economía. De una parte, las expectativas de que los precios continúen cayendo es resultado de que los consumidores pospongan sus decisiones de consumo e inversión a la espera de precios aún más bajos. Esto refuerza la tendencia decreciente de los precios, lo que provoca la extensión y duración del fenómeno. Adicionalmente, una vez que las tasas de interés se acercan a cero, los bancos centrales quedan sutilmente atrapados para ejercer una política monetaria expansiva. Por otra parte, en un escenario de deflación, a pesar de que las tasas de intervención del banco central nominales lleguen a cero, la tasa de interés real puede mantenerse positiva e incluso creciente ante un nivel de precios en descenso, lo que desestimula aún más el consumo y el crédito. Ciertamente este es un cuadro complejo de manejar por parte de las autoridades económicas, ya que, por un lado, la deflación retroalimenta la recesión económica, y, por otro lado, la capacidad de las herramientas tradicionales de política monetaria y fiscal para corregir la deflación es dudosa (FMI, 2009).

Esta situación, que se vive con perplejidad, se ve agravada por la globalización, dadas las intensas interrelaciones económicas entre los países que han propiciado su trasmisión entre las regiones con diferente intensidad. Por estos motivos centrales y otros colaterales, la duración de la “crisis” aún es realmente “incierta”, tal y como muestran las continuas revisiones por todos los organismos nacionales e internacionales, siempre a la baja, de las perspectivas de crecimiento económico, pero a medida que avanza se puede comprobar que es la más profunda, multifacética y grave desde la última posguerra.

La crisis es de una complejidad inaudita, obligando a una reacción masiva de los distintos “gobiernos”, con actuaciones coordinadas (monetarias, fiscales y financieras) como nunca se habían producido en anteriores episodios de crisis financieras. Actuaciones “públicas” extremas para hacer frente a comportamientos “privados” no menos extremos, si bien por las experiencias pasadas en materia

⁹ Japón lleva 12 años en esta situación. Los últimos datos son aún adversos: caída de un 12,1% del PIB en términos anualizados durante el último trimestre de 2008, una bajada del 9,4% en la producción industrial y un retroceso del 49% de las exportaciones durante el primer trimestre de 2009. Su último plan de reactivación pretende ser una refundación de su sistema desde un nuevo modelo de desarrollo basado en planes de eficiencia energética, mejora de prestaciones sociales a los mayores y refuerzo de la imagen exterior. Los objetivos son crear 4 millones de empleos y elevar el PIB un 25% al concluir el año 2020. El plan será financiado por el cuarto paquete de estímulo fiscal en este año (2009), esta vez por un importe de 150.000 millones de dólares. Las ayudas fiscales totalizan más del 5% del PIB.

de intervención estatal, no se desea entrar en la endiablada dinámica del péndulo, como fue la política privatizadora de Ronald Reagan, resumida en la frase: “el Estado no es la solución, es el problema”, cuando actualmente es todo lo contrario: “el Estado no es el problema, es la parte esencial de la solución”.

CUADRO 2: TASA DE INFLACIÓN EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS (%)

	2008	2009	2010
Economías avanzadas	3.4	-0.2	0.3
Estados Unidos	3.8	-0.9	-0.1
Zona Euro	3.3	0.4	0.6
Reino Unido	3.6	1.5	0.8
Alemania	2.8	0.1	-0.4
Francia	3.2	0.5	1.0
Italia	3.5	0.7	0.6
España	4.1	0.0	0.9
Japón	1.4	-1.0	-0.6
Canadá	2.4	0.0	0.5

Fuente: FMI: World Economic Outlook. Abril 2009.

Esta realidad resultante constituye un caldo de cultivo ideal para los impulsores de más mercado, más liberalización y menos intervención de los gobiernos, como receta para vencer la crisis y de paso, robustecer los mecanismos de crecimiento y prosperidad global, aunque como escribe Paul Samuelson¹⁰: “nadie sabe donde están, ni que opinan los eminentes pensadores que encumbraron el modo de hacer economía ya colapsado”.

El clima es, sin embargo, también favorable para los detractores del mercado, que propugnan la intervención gubernamental, que sin esperarla, han comprobado el contundente regreso de la mano visible del Estado, pues la inesperada “quiebra” del sistema financiero norteamericano reclamaba su rápida intervención para evitar su colapso y caída, y aún más, muy posiblemente aún quede la parte más dura de su papel: la “nacionalización” de los bancos como más adelante expondremos.

En este sentido, merece destacarse el cambio radical en lo que se refiere a la actuación de la política contracíclica discrecional, especialmente en lo que se refiere al papel a jugar por la política fiscal. Así, frente a un paradigma de política económica que degradaba el papel a jugar por la política fiscal en detrimento de una política monetaria centrada en el control de la estabilidad de precios, cuyo ejemplo paradigmático lo constituye la Unión Monetaria Europea, con su diseño de un Banco Central Europeo cuyo único objetivo es la estabilidad de precios y de un Pacto de Estabilidad y Crecimiento que

¹⁰ Premio Nobel de Economía 1970.

limita severamente el manejo discrecional de las políticas fiscales nacionales, se defiende ahora, por mor de necesidad más que de convicción, el manejo intensivo de medidas fiscales para sostener la actividad económica, como muestran las medidas fiscales adoptadas por la práctica totalidad de países desarrollados y emergentes¹¹, así como el cambio de orientación de organismos otrora contrarios al uso de las políticas fiscales y ahora defensores de su utilización, como el FMI (2009a, 2009b) o la OECD (2009).

Esta delicada situación ha sido provocada por la combinación de una serie de incentivos perversos: avaricia, codicia y compromiso consigo mismo, que en principio, han llevado al sector privado al beneficio rápido, fácil y cuantioso, propiciado por la gestión inapropiada del riesgo de las entidades financieras, amparadas por las agencias de rating¹², y por una inadecuada y permisiva actuación de las autoridades reguladoras.

Desde este contexto es “fundamental” que cada cual analice y asuma “críticamente” sus actuaciones con el fin de “depurarlas” de manera drástica, pero también, es necesario saber si lo producido corresponde a un fallo del “mercado” o del “sistema de mercado”. La distinción entre “mercado” y “sistema de mercado”, primordialmente se basa en que: “si bien no todas las sociedades adoptan o contienen un sistema de mercado, todas las sociedades existentes hacen uso del mercado” (Lindblom, 2001).

Los fallos de mercado se corrigen con regulación pública atinada, pero no con intervención gubernamental excesiva, si bien, según las posiciones que se defiendan, existirán notables diferencias en cuanto a qué se entiende por regulación pública atinada e intervención gubernamental excesiva, diferencias tanto en el tipo de intervención como en la propia intensidad de la misma. Los excesos gubernamentales, que pueden conllevar un repliegue de los países hacia su interior, mediante el recurso al proteccionismo, constituyen un riesgo real que no pueden dejarse materializar si se quiere evitar que el remedio acabe siendo peor que la enfermedad.

La actual crisis deja claro que el papel actual del Estado en el sistema de mercado debe ser reformulado. Esta reformulación debe afectar no sólo a la estrategia de política económica a aplicar para salir del marasmo económico en el que nos encontramos, alterando el hasta ahora vigente vector de objetivos e instrumentos, sino lo que es más importante el tipo de actividad reguladora y el diseño de instituciones que permitan alcanzar y mantener un funcionamiento estable y eficiente de las economías de mercado. Esto no significa necesariamente un mayor o un menor intervencionismo público, ni un diseño de reglas e instituciones que se pretenda permanente. La intervención

¹¹ El G-20 en su reunión de Londres del 2 de abril de 2009 cifraba el impulso fiscal a finales de 2010 en 5 billones de dólares (ver documento “*The Global Plan for Recovery and Reform*, 2 April 2009”, disponible en www.g20.org).

¹² Resulta histórica la desaparición de la más preciada y admirada compañía auditora; Arthur Andersen, como consecuencia de su actuación en la empresa eléctrica norteamericana Enron. Una vez conocidos los hechos, bastaron 24 horas para la disolución mundial de Arthur Andersen.

pública debe responder a una realidad económica, social y política en continuo y permanente cambio, realidad temporal y espacialmente distinta, por lo que dicha intervención no tiene que tener visos de universalidad y permanencia, sino que debe adaptarse a un contexto en continua transformación (Ferreiro y Serrano, 2007).

Esta situación plantea un gran reto económico de cara a la salida rápida y con el menor coste posible de la crisis, pues cualquiera que sea la organización de la producción, esta debe continuar, pues el sistema económico de libre mercado no puede dejar de producir, como tampoco de consumir. Es la premisa central del “sistema capitalista”.

2. LA CRISIS FINANCIERA Y LAS NAVAJAS DE OCKHAM

La crisis financiera ha sido consecuencia directa de la desregulación del sistema financiero en los Estados Unidos¹³, que no puede ni debe, dadas las nefastas consecuencias en el resto de los sistemas financieros mundiales, considerarse un mero problema “técnico”. Por el contrario, representa un problema complejo, sistémico y caótico, que viene exigiendo amplias concertaciones gubernamentales de carácter internacional, como ha quedado demostrado durante las reuniones del Grupo de los 20 (G 20)¹⁴.

La crisis financiera tiene sus orígenes en las llamadas hipotecas basura (subprime) de los Estados Unidos, que salieron a la superficie cuando entre enero y marzo de 2007, más de “cuarenta agencias” que emitieron esta clase de hipotecas cerraron o se declararon en quiebra.

Los culpables serían los trabajadores estadounidenses que se endeudaban para comprar su casa propia, el gran sueño americano y español. Como explica Thomas Friedman¹⁵: “El banco que otorgaba la hipoteca eludía el problema porque se la pasaba a un agrupador, y el banco de inversión que las agrupaba lo eludía porque se podía ganar mucho dinero dándoles buenas calificaciones (asignadas por las agencias de rating), así que para qué pararse demasiado” (Sánchez Salamanca, 2009). De esta sencilla manera, Wall Street comenzó simplemente a sacar dinero del propio dinero mediante ingeniería financiera, que se extendió al conjunto del sistema financiero internacional, con preferencia al de los países desarrollados.

Por esta vía, la crisis financiera se trasladó con gran rapidez y virulencia a los mercados financieros internacionales, demostrando algo impensable solo unos años antes: la extrema fragilidad del sistema financiero norteamericano

¹³ Para un análisis histórico de la regulación del sistema financiero norteamericano y de sus implicaciones sobre la generación de la actual crisis, véase Davidson (2008) y Kregel (2009)

¹⁴ Como señala el G-20: “Dada la interconexión del sistema financiero global, la cooperación internacional es importante para maximizar la eficacia de estas medidas y para rechazar el proteccionismo financiero” (en G-20 Communiqué Annex, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, United Kingdom, 14 March 2009: “Restoring Lending: a Framework for Financial Repair and Recovery”).

¹⁵ Premio Pulitzer; 1983, 1988, 2002.

y de sus bancos, que para su “salvación”, han reclamado urgentemente el regreso de la intervención del Estado. Esto conlleva una primera llamada de atención, pues se produce en EEUU, defensor a ultranza de la no intervención estatal, como extremo partidario de la economía de libre mercado¹⁶.

El Banco de Pagos Internacionales (BIS), en su 78º informe anual 2008, se preguntaba lo que normalmente todos nos preguntamos: “¿cómo es posible que la morosidad de un segmento tan delimitado como las hipotecas subprime, haya provocado una perturbación tan profunda en los mercados financieros mundiales desde el 9 de agosto de 2007?”. El BIS se responde invocando el “principio de parsimonia” conocido como “la navaja de Ockham”, atribuido al fraile franciscano inglés Guillermo de Ockham (s.XIV). Dicho postulado filosófico del reduccionismo metodológico se basa en un razonamiento cuya premisa afirma que, “la explicación de las causas de un fenómeno no debe multiplicarse si no es necesario” (pluralitas non est ponenda sine necessitate). El principio de Ockham afirma que “en igualdad de condiciones, la solución más sencilla es probablemente la más correcta” (entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem).

A partir de dicho principio, el Banco Internacional de Pagos considera que la explicación de la crisis financiera debe situarse en el modelo de intermediación de “originación y distribución”. Este modelo de negocio bancario fomentó un cóctel explosivo que combina una inadecuada valoración del riesgo, una burbuja de crédito apalancada en unos tipos de interés muy bajos, y unos incentivos perversos en el proceso de innovación de productos financieros complejos y opacos demandados por inversores crédulos. La morosidad hipotecaria actuó sólo como el detonante que desencadenó un proceso explosivo.

El BIS considera que las aportaciones del profesor Hyman P. Minsky, parecen especialmente pertinentes para entender la crisis financiera actual¹⁷. Minsky estudió la formación y el estallido de burbujas especulativas en los precios de los activos, que consideraba inherentes a los mercados financieros en tiempos de ciclos expansivos de crédito. Considera que las crisis periódicas que afligen al capitalismo tienen una naturaleza endógena al sistema financiero. Asimismo, la aportación de Minsky es fundamental para entender el papel jugado por la política monetaria y los bancos centrales en este proceso. La clave del análisis de Minsky es que el papel jugado por los bancos centrales como prestamistas de última instancia y garantes de la estabilidad del sistema bancario les impide adoptar las medidas restrictivas que hubieran sido necesarias en el momento de expansión crediticia. En el marco de una oferta monetaria endógena, la única posibilidad de actuación es a través de la elevación de los tipos de interés, elemento este que contribuye a estallar la burbuja financiera y a generar el ciclo recesivo en la oferta de crédito.

¹⁶ Douglas J. Elliot, de la Brooking Institute de EEUU, puntualiza: “los americanos sospechamos de cualquier implicación del Gobierno en los negocios, sobre todo porque no creemos que negocios y política se mezclen bien. Es una cuestión de ser competente o no, no de comunismo”.

¹⁷ Véase en este sentido Minsky (1992a, 1992b) y Papadimitriou y Wray (1997).

3. LA CRISIS FINANCIERA Y LAS NAVAJAS DE ALAN GREENSPAN

Alan Greenspan, icono de la economía ortodoxa liberal, nombrado por Ronald Reagan en 1987 presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos y relevado en 2006, ha podido comprobar cómo su ingente prestigio, junto al modelo neoliberal que apoyaba, ha caído en pedazos por la crisis financiera.

“La sociedad exige intervención fuerte de las políticas públicas para detener la debacle”, es lo que piensa Alan Greenspan, tras ser interpelado el 23 de octubre de 2008 en la Cámara de Representantes del Capitolio por el demócrata Henry Waxman. “He comprendido tarde que en la teoría del libre mercado había fallos graves. No creo que se me pueda culpar de este tsunami crediticio, único en los últimos cien años”¹⁸. Pero lo cierto, es que si se combina el dinero ultrabaratado con la ausencia de regulación y el nulo control y análisis sobre la documentación de incontables hipotecas basura, se está llamando directamente a la catástrofe.

Greenspan durante el interrogatorio hubo de confesar: “No, nunca hubiera imaginado esta terrible fragilidad del sistema financiero. Sí, siempre pensé que los grandes bancos y aseguradoras se autorregulaban. Siempre creí que sus mecanismos internos les protegerían de la codicia de algún presidente. No, nunca hubiese sospechado que la Casa Blanca hubiera permitido que el sistema se viniera abajo. La vigilancia de los gobiernos era indispensable y yo no lo vi. Me equivoqué al suponer que el propio interés de la banca protegería a sus accionistas, a sus clientes y a su cotización”.

Waxman profundizaba pidiéndole que aclarase su pensamiento: “¿Quiere decir que encontré usted que su concepción del mundo, su ideología, su visión de las cosas no funcionaba?”. Greenspan responde: “Exactamente. Absolutamente”. Waxman continuaba: “¿Pero no era acaso la Reserva Federal quien tenía la autoridad para atajar las irresponsables prácticas de préstamo que alimentaban el mercado de las hipotecas subprime”. Greenspan: “Exactamente. Absolutamente”. Además, agregó que: “El paradigma moderno del manejo de riesgos estuvo en pie durante décadas. Sin embargo todo ese edificio intelectual íntegro se colapsó este verano (2008)”. Autocriticándose, afirmó: “Estoy en estado de de estupor”.

Quien fuese su predecesor en la Reserva Federal; Paul Vocker, mantenía el criterio opuesto a Greenspan: “El sistema padece fragilidades congénitas que sólo la regulación extrasistema puede controlarlas”. Volcker, como Warren Buffet, que hicieron campaña por el presidente Barack Obama, describían desde hacía años, en el Financial Times y el Washington Post, las fragilidades del sistema

¹⁸ El capitalismo de mercado, el motor que mueve la mayor parte de la economía mundial esta haciendo bien su trabajo. Como señaló *The Economist* a finales de 2006; “tras crecer a un ritmo anual del 3,2% per cápita desde 2000, la economía mundial ha superado el ecuador de su avance hacia el cierre de la mejor década de su historia”. Si sigue marchando a este paso, superará los supuestamente idílicas década de 1950 y 1960. Si la historia del último cuarto siglo puede resumirse en una sola línea, se trata del redescubrimiento del poder del capitalismo de mercado (Greenspan, 2008).

financiero, agravadas en 2006 cuando el presidente George W. Bush, nombró Secretario del Tesoro a Henry Paulson, un banquero exitoso de Wall Street, muy partidario de la desregulación y liberación financiera extrema.

También desde Europa se avisaba de los peligros latentes. Lo hacía el profesor de la London Business School; Charles Handy: “Los mercados se basan en normas y leyes, pero esas normas y leyes a su vez, dependen de la verdad y la confianza. Si ocultamos la verdad o socavamos la confianza, el juego se vuelve tan inestable que nadie quiere participar en él” (Handy, 2003).

4. LAS NAVAJAS DE LA NACIONALIZACIÓN DE LOS BANCOS

Alan Greenspan, en declaraciones al Financial Times (18-02-09), defiende la nacionalización” de los bancos: “Podría ser necesario hacerlo temporalmente con algunos para facilitar una rápida y ordenada reestructuración. Una vez cada cien años, es algo que hay que hacer como la opción menos mala”. Según los acontecimientos, parece que esto es lo que está sucediendo por la vía de los hechos consumados. De hecho, el FMI aboga ya directamente por la nacionalización (siquiera temporal) de los bancos ante la incapacidad de éstos para conseguir los fondos privados necesarios para su reestructuración (FMI, 2009c).

En efecto, el gobierno norteamericano ha destinado del fondo de estabilidad financiera (700.000 millones de dólares), 350.000 millones de dólares para reforzar (recapitalizar) el capital de los bancos (abril, 2009). Así lo hizo también la administración del presidente George Bush, nacionalizando el banco hipotecario californiano Indy Mac (julio del 2008) y una vez saneado, regresó a manos privadas. Ronald Reagan, en 1984, nacionalizó el Continental Illinois, séptimo banco norteamericano, que tardó siete años en regresar al sector privado.

Entra las recapitalizaciones llevadas a cabo, destaca el que fuese el mayor grupo bancario mundial, Citigroup, que cuenta con un 36% en control del Estado y lleva recibidos más de 60.000 millones de dólares; le sigue el Bank of America, 45.000 millones; sobresaliendo por encima de todos la aseguradora AIG con 175.000 millones de dólares, nacionalizada de facto¹⁹. En EEUU el Fondo de Garantía de Depósitos (FDIC) lleva intervenidos por quiebra 21 bancos (20-03-09) y se calcula que pueden llegar hasta 100.

También es ésta la senda escogida por el gobierno alemán, al aprobar el parlamento el proyecto de ley de último recurso (4-04-09), que permite

¹⁹ Los directivos causantes de esta desastrosa situación se han beneficiado durante el ejercicio 2008 de 218 millones de dólares por concepto de primas y bonos. El presidente Barack Obama considera que: “no se puede entender que con dinero público se vaya a recompensar irresponsabilidad y avaricia”. En consecuencia, la Cámara Baja del Congreso tramitó una reforma de urgencia (19-03-09) que permitirá recuperar el máximo posible de estas gratificaciones. El proyecto de ley aprobado (ley anticodicia) grava estas primas y bonos con un impuesto del 90% en aquellos casos que superen los 250.000 euros. Este mismo gravamen se aplicará a todas las entidades financieras y compañías que hayan recibido ayudas públicas por valor de más de 5.000 millones de dólares.

al gobierno tomar el control (nacionalización) de bancos cuya supervivencia depende del dinero público. La ley sirve para que el banco hipotecario Hipo Real Estate (HRE)²⁰, que ha recibido dinero público y garantías estatales por 102.000 millones de euros, sea nacionalizado²¹ al contar el gobierno con una mayoría accionarial del 75%, que le otorga su control, y de esta manera se limitan los daños de una eventual quiebra.

Igualmente, las medidas puestas en marcha por el gobierno inglés no dejan dudas respecto a las nacionalizaciones. El Estado por la crítica situación del sector bancario ha salido en su rescate. Comenzó en otoño de 2007, tomando el control de Northern Rock; seguidamente hubo de ocuparse de la cartera hipotecaria del Bradford & Bingley y adjudicó la red y los depósitos al Abbey Bank (Grupo Santander)²², más tarde en octubre del 2008 evitó el colapso de HBOS forzando su fusión con Lloyds TSB, para posteriormente acabar siendo el accionista mayoritario del nuevo banco (segundo del país), al controlar el 77%, y Royal Bank of Scotland²³, tercero del ranking, cuenta con una participación pública del 95%. Tras estos acuerdos (24-03-09), el Tesoro británico se compromete a asegurar 700.000 millones de libras en posibles pérdidas generadas por activos tóxicos en el sistema bancario inglés.

Aun cuando en España no se ha llegado al punto de una situación de este tipo, no obstante, se ha producido la primera intervención en una entidad financiera: Caja de Ahorros Castilla la Mancha (CCM), intervenida por el Banco de España (29-03-9), al considerar que su solvencia había bajado de los niveles requeridos por la legislación. Su desfase patrimonial ascendía 3.000 millones de euros y la tasa de morosidad se situaba en el 4,57% y el ratio de cobertura se encontraba en el 44,95% (septiembre de 2008), en tanto la media del sector bancario se sitúa en el 3,79% y 61,40% respectivamente. Por su parte, los responsables de las entidades bancarias defienden, llegado el caso, la necesidad de intervenir rápidamente las entidades con problemas para, una vez saneadas, proceder a su privatización, reproduciendo así el exitoso modelo de reestructuración bancaria aplicado durante la crisis bancaria de los años setenta y ochenta y con posterioridad la intervención de Banesto²⁴.

²⁰ En el último trimestre de 2008, HRE perdió 3.100 millones de euros.

²¹ La ley sólo se aplicará en caso de que todas las otras fórmulas para asumir el control de un banco en crisis hayan fracasado. Se pondrá en marcha por tiempo limitado y sólo cuando la situación sea crítica y el riesgo de quiebra evidente y represente un riesgo para el conjunto del sistema financiero.

²² El primer grupo bancario mundial y primero por capitalización en Europa; HSBC, obtuvo en el ejercicio 2008 unas ganancias de 4.519 millones de euros, lo que le sitúa en el cuarto puesto del ranking mundial de beneficios. Santander consiguió 8.876 millones de euros netos (incluyen el cargo realizado en el 4T 08 para las operaciones de los afectados por Lehman Brothers y Madoff), lo que le permite ocupar la primera posición mundial por beneficios. BBVA, el otro gran banco español con 5.134 millones de euros de beneficio neto, ocupa el segundo lugar en el ranking mundial, y el tercero es para Barclays con 4.532 millones de euros netos.

²³ Durante el ejercicio de 2008, las pérdidas fueron de 24.100 millones de libras.

²⁴ Véanse en este sentido, las declaraciones del Presidente de BBVA, Francisco González en el Seminario Perspectivas Globales de la Economía Mundial, celebrado en la Reserva Federal de Houston el 23 de marzo de 2009 (disponibles en http://prensa.bbva.com/view_object.html?obj=22,101,c,37847).

Y sin embargo, a pesar de esas masivas intervenciones, la situación de las entidades financieras dista de ser positiva. El Global Financial Stability Report de abril de 2009 (FMI, 2009c) estima que las rebajas contables a realizar por las entidades financieras norteamericanas, europeas (países de la zona euro y Reino Unido) y japonesas en el periodo 2007-2010 en sus préstamos y títulos (securities) superarán los 4 billones de dólares, lo que supondrá el 7% del total de préstamos y títulos de dichas entidades en abril de 2009. En el caso concreto de los préstamos las rebajas contables alcanzarían los 2,1 billones de dólares (el 5,1%), mientras en el caso de los títulos las rebajas contables alcanzarían los 2 billones de dólares (el 11,6%).

Esta disminución en el valor contable de los activos de las entidades bancarias, unida a la caída de sus beneficios, obliga a realizar inyecciones masivas de capital con objeto de reducir su apalancamiento a niveles “normales”. Dependiendo del grado de reducción del actual nivel de apalancamiento, el Fondo Monetario Internacional, estima que estas inyecciones de capital deberían oscilar entre 875.000 millones de dólares y 1,7 billones de dólares²⁵ (FMI, 2009c).

Por todo lo cual, la cuestión que cada vez se plantea es: ¿nacionalizar o no nacionalizar?, o por el contrario, ¿intervenir sin nacionalizar?. The Financial Times atribuía (5-03-09) la elipsis de la palabra “nacionalización” al principio de Richard Nixon en China. Este consiste en que el ex presidente (americano) republicano, en pura Guerra Fría, podía visitar China y aproximarse al gigante comunista. Eso no se le hubiera tolerado a un demócrata.

Este es el “nudo gordiano” que el gobierno del presidente Obama sin más dilación debe decidir: ¿nacionalizar o continuar interviniendo sin asumir el control?²⁶. Resulta muy difícil rescatar un banco básicamente insolvente sin hacerse con su “control”, al menos temporal. Como afirma Paul Krugman: “comparto los temores del presidente: el no tomar medidas podría tener como consecuencia una economía que siga renqueando no durante meses o años, sino durante una década o más²⁷”. No se pueden olvidar tampoco las consideraciones planteadas por economistas como el propio Krugman o Stiglitz en términos del coste neto que para los contribuyentes puede tener la inyección masiva de fondos públicos en las entidades bancarias sin que esté clara la posibilidad de volver a recuperar sino en su totalidad sí parte de dichos fondos.

Es en este punto donde se muestran claramente las diferencias entre las estrategias de gestión de la crisis norteamericanas y europeas, así como

²⁵ En Estados Unidos, sin incluir las aportaciones de capital a las entidades públicas, las inyecciones de capital oscilarían entre 275 y 375.000 millones de dólares, en la zona euro entre 375 y 725.000 millones de dólares, en Reino Unido entre 125 y 250.000 millones de dólares, y en Dinamarca-Islandia-Noruega-Suecia-Suiza entre 100 y 225.000 millones de dólares.

²⁶ El plan de actuación conjunto del Tesoro y de la Reserva Federal (“Public Private Partnership Investment Programme”) aprobado el 23 de marzo para sacar del balance de los bancos norteamericanos los activos tóxicos constituye una evidente apuesta por intervenir el sistema financiero renunciando a su nacionalización o control directo.

²⁷ El País, suplemento Negocios. Madrid, 8 de marzo 2009.

sus contradicciones internas. Mientras que en Europa se es más favorable a una intervención directa gubernamental en el sistema bancario, sin embargo se es más reticente a la aplicación de una política fiscal y monetaria mucho más expansiva. Por el contrario, en Estados Unidos se ha hecho un uso más intenso de las medidas fiscales y monetarias expansivas, mientras que se es más contrario al intervencionismo directo en el sector financiero, y ello a pesar del mayor impacto sobre el sector financiero de este país en comparación con el europeo²⁸. Aunque en Europa; la “nacionalización” de algunas entidades es necesaria e inevitable. Al menos para Jean-Claude Trichet; presidente del Banco Central Europeo.²⁹

Es indudable y en ello se trabaja, que el sistema financiero tiene que volver a ser como afirmó el presidente José Luis Rodríguez Zapatero: “Un instrumento útil al servicio de la economía real, de la economía productiva y no al servicio de la especulación, de la avaricia, de afán ilimitado por obtener beneficios y de la ausencia de responsabilidad social...”.

5. LAS NAVAJAS DEL NEGOCIO BANCARIO

En cuanto a las circunstancias especiales por las que atraviesan las entidades financieras, resulta aconsejable definir en que “basan” su negocio y como “actúan”³⁰. En principio, las definiciones más sesudas pretenden trasladar algo tan evidente como que “basan” su negocio en unos cuantos kilos de dinero en caja y toneladas de “confianza” como piedra angular de su actividad.

Bancos y cajas de ahorro “actúan” como intermediarios entre “ahorradores e inversores”. De los primeros captan sus recursos o ahorros, para prestárselos a los segundos según necesidades y solvencia. Las entidades financieras al canalizar estos recursos entre ofertantes y demandantes –previo encaje de los coeficientes legales obligatorios– cumplen con la función de “intermediarios financieros”, obteniendo un beneficio por la diferencia de lo que pagan a los ahorradores, y lo que cobran por dejárselo a los inversores, lo que se conoce como “margen de intermediación”.

Para los ahorradores y los mercados, las toneladas de confianza las aportan los recursos totales de los que disponen las entidades financieras, cuyo pasivo está compuesto por recursos propios (capital y reservas), deuda a largo plazo (cédulas hipotecarias colocadas en los mercados financieros internacionales),

²⁸ Las estimaciones del FMI (2009c) del valor de la rebaja contable (periodo 2007-2010) de los activos del sistema financiero norteamericano alcanzan 1,1 billones de dólares en el caso de los préstamos (el 7,9% de su saldo vivo en abril de 2009) y 1,6 billones de dólares en el caso de los securities (12,6% de su saldo vivo). En el caso europeo, estas cifras se reducen a 888.000 millones de dólares en el caso de los préstamos (4,3% de su saldo vivo) y 305.000 millones de dólares en el caso de los securities (10% de su saldo vivo)

²⁹ El Economista, entrevista reproducida de *El Sole 24 Ore*, pág. 5, empresas y finanzas. Madrid, viernes 10 de abril de 2009.

³⁰ Para ampliar este punto, puede consultarse Casilda Béjar (1992, 1997 y 1999).

deuda interbancaria (préstamos entre entidades financieras a corto plazo), fondos del mercado monetario (activos financieros de corto plazo, alta liquidez y bajo riesgo) y depósitos procedentes del ahorro de sus clientes (familias, empresas, organizaciones e instituciones públicas y privadas).

Pero, además, en estas especiales circunstancias de crisis financiera, para los ahorradores adquieren una alta importancia los fondos de garantías de depósitos bancarios, que indudablemente fortalecen “la confianza”. En este sentido, el gobierno español³¹ –como los europeos– decidió ampliar la cobertura del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD)³², que aseguraba los depósitos bancarios hasta los 20.000 euros, para elevar esta cobertura hasta los 100.000 euros (Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre).

Por todo lo cual, tanto bancos como cajas de ahorros deben gestionarse rectamente, ser rentables y estar debidamente capitalizadas, para cumplir con eficiencia la misión que tienen encomendada dentro del “sistema de economía de mercado”: gestionar diligentemente los recursos financieros que le son confiados, intermediando eficientemente entre ahorradores e inversores, asignando y distribuyendo el crédito de la mejor manera en cuanto a precios y tiempo, y asegurando un sistema de pagos eficaz para las transacciones e intercambios en el sistema económico. Todo ello, con el propósito último de dotar al sistema de la liquidez necesaria para un funcionamiento estable de la economía. Por su parte, los organismos supervisores tienen la obligación de comprobar y ratificar que así sea, pues todos ganamos cuando las entidades financieras funcionan según su cometido y si no es así, todos perdemos. Los bancos son maravillosos; “cuando van bien”.

Es evidente, pues, que la función de las entidades financieras tiene una cuestionable trascendencia económica y social, por ser proveedores de “servicios financieros” de naturaleza cuasi pública, y además, por si fuese poco, dada su importancia en la financiación de la economía en su conjunto, por ser determinantes para el desarrollo económicos y bienestar de los países avanzados, emergentes o en desarrollo.

Ahora bien, técnicamente, la confianza que depara el funcionamiento de las entidades bancarias, responde básicamente a como se realice el encaje de sus operaciones de activo y pasivo. Esto se traduce en la necesidad de casar los plazos de las operaciones de activo, con las de pasivo, pues la dificultad se encuentra, por lo general, en que las de activo son más largas que las de pasivo. Por tal motivo, es fundamental que las entidades financieras inviertan con el máximo rigor sus recursos en activos fiables, y al mismo tiempo, se aseguren las garantías de recuperación efectiva de estos recursos inmovilizados en las

³¹ Esta ha sido una de las medidas del Gobierno de España para hacer frente a la crisis financiera y apuntalar la solvencia de bancos y cajas españolas.

³² Entidad pública que cuenta con recursos del Banco de España, de los bancos y cajas de ahorros. En España se creó en 1977, como consecuencia de la crisis bancaria que por entonces afectó a 52 bancos (ninguna caja de ahorros), siendo considerada como la mayor de Europa. Véase, Casilda Béjar (1987).

operaciones de crédito, elementos estos que la actual crisis ha puesto en un serio entredicho, lo cual obliga a realizar una profunda revisión de esta operativa.

6. CONCLUSIONES, NO DEFINITIVAS

La crisis financiera nos reta desde parámetros económicos que reclaman nuevas dosis de entendimiento para una situación no prevista en los manuales de las universidades y escuelas de negocios más avanzadas, ni en los más acreditados centros de pensamiento, ni en las organizaciones económicas mundiales como la OCDE, ni en el sistema de Naciones Unidas y sus comisiones económicas regionales, ni en los organismos financieros internacionales como el FMI y Banco Mundial, por citar sólo algunos de los más visibles a escala internacional.

Por consiguiente, la pregunta que nos persigue, que nos abruma, es sencillamente: ¿qué ha pasado? La respuesta se encuentra en la burbuja del mercado financiero y del mercado de valores, que provocaron las primeras fisuras en la “arquitectura financiera internacional” y que de inmediato se trasladaron a la economía real, especialmente a las pequeñas y medianas empresas tan dependientes de la financiación bancaria.

Este modelo de desarrollo altamente expansivo es el resultado del paradigma desarrollado durante los últimos 60 años por el sistema de economía de libre mercado, intensificado en extremo con la llegada a la presidencia de Inglaterra por Margaret Thatcher (1979-1990) y en EEUU por Ronald Reagan (1981-1989), quienes con toda decisión apoyaron la propagación e instauración de la corriente económica ultraliberal identificada singularmente con la escuela monetarista liderada por Milton Freedman, quien tenía como maestro predilecto a Friedrich A. Hayek.

En este sentido, hay que hacer un especial hincapié en el papel jugado por la teoría económica en este proceso. Al partir de la aceptación de la hipótesis de expectativas racionales, con su implicación de que los agentes no cometen errores sistemáticos en sus predicciones y de la consiguiente generación de un resultado de equilibrio eficiente y óptimo, el papel de lo público debe ser reducido al máximo. Como los únicos problemas de información son de su distribución asimétrica en el corto plazo, el papel del Estado debe limitarse a una regulación eficiente de los mercados. En el caso de los mercados financieros a evitar prácticas inadecuadas, vinculadas a comportamientos basados en el uso irregular de información privilegiada y una gestión basada en el amiguismo, algo propio de las economías no desarrolladas. De hecho, en una economía avanzada se daba por supuesto que todos los agentes, tanto los financieros como los no financieros, siempre eran capaces de valorar correctamente el riesgo de cualquier activo financiero, por lo que la gestión de esos activos en las carteras de bancos y clientes siempre era eficiente.

Este modelo económico, impulsor decidido de una economía “globalizada”, basada en la apertura, desregulación y liberalización financiera, se ha afianzado

con diferente intensidad según los países y regiones del mundo, aunque su aceptación final, muy seguramente dependerá de cómo se haya comportado para salvar y superar la crisis financiera y económica. Por el momento, los resultados no le acompañan, muy al contrario, se está demostrando la “vital” importancia del Estado y su mano intervencionista para salvaguardar la economía de libre mercado. Lo que directamente lleva a preguntarnos, efectivamente: en primer lugar, ¿cuánto Estado necesitamos para asegurar una economía de libre mercado y quienes deben ser sus beneficiarios y en que proporción?, y en segundo lugar, ¿qué tipo de transformaciones debe tener el Estado en sus roles económico, normativo-regulador y generador de instituciones para asegurar un funcionamiento eficiente del sistema de economía de mercado? (Ferreiro y Serrano, 2007).

Para Amartya Sen³³ la crisis financiera nos depara muchas lecciones distintas: “Una de ellas es que necesitamos una buena alianza entre el Estado y el mercado. No podemos depender exclusivamente de la economía de mercado; el Estado también tiene un papel que desempeñar. El origen de esta crisis está en el desmantelamiento de la regulación en EEUU bajo la presidencia de Bush, y hasta cierto punto, de las presidencias de Clinton y Reagan.

Durante esos años se eliminaron mecanismos de control que hubieran limitado la creación de activos tóxicos como los que han arruinado al sistema bancario. Esos controles hubieran sido muy importantes porque ahora existen muchos mercados secundarios, como el de derivados y otros, que permiten a quienes generan esos activos tóxicos pasarlos a otros y quitarse ellos la responsabilidad. Ha habido una enorme falta de responsabilidad y necesitamos que el Estado establezca la regulación necesaria”³⁴.

En términos económicos, nos situamos ante unos tiempos tan destructivos como creativos, que se enfrentan en una batalla generalizada, representada por los partidarios de la globalización y sus opuestos. Unos, impulsando el cambio que desplaza la economía desde el control estatal hacia el libre mercado de la “mano invisible”. Otros, reformulando ideas y convicciones, volcándose hacia una mayor credibilidad y espacio para la “mano visible” del Estado intervencionista. Estas posiciones se entendían ideológicamente entre “derecha e izquierda”, y se identificaban respectivamente desde los parámetros de más apertura, liberalización y no intervencionismo, frente a la alternativa de más proteccionismo, regulación e intervencionismo.

Siguiendo al profesor Emilio Fontela, el pensamiento económico dejará atrás la incontestable unidad doctrinal “que parece capaz de abordar sistemáticamente los más evidentes fallos del mercado, justificando en algunos

³³ Premio Nobel de Economía en 1998 por sus investigaciones sobre el bienestar económico, es reconocido como la conciencia de la profesión.

³⁴ Como afirma Kregel, “Los bonos basura y la titulización de hipotecas ha existido durante años sin crear dificultades antes de convertirse en el centro de la crisis (...) La titulización no era el problema, el problema estaba en el proceso de creación de los activos que fueron titulizados y en su distribución entre los inversores institucionales” (Kregel, 2009: 15).

casos las intervenciones correctoras de los agentes públicos para favorecer el bienestar colectivo. El aparente conflicto entre libertad de acción de los agentes económicos o intervención pública para preservar intereses colectivos, se resuelve sin distorsionar la racionalidad económica. Para ello, la investigación teórica y aplicada, avanza sin desmayo para incorporar al paradigma vigente las excepciones que confirman las reglas, o los desequilibrios que presiden la búsqueda del óptimo general, y también para entender la lógica de maximización de utilidades y beneficios a otras actividades humanas que no son estrictamente de naturaleza económica” (Fontela, 1993).

Superada la crisis, lo que determinará la “fortaleza” de la opción del libre mercado frente al intervencionismo del Estado, muy probablemente serán las nuevas realidades que depare el propio “mercado” en la creación de riqueza, su distribución y respeto medioambiental, para lo cual, resultará fundamental, que se anteponga una evaluación tan crítica como realista de los riesgos e incertidumbres, de los beneficios y limitaciones, de ideales y valores que se aglutinen desde el libre mercado frente al Estado.

Paul Krugman, en la renovada edición de su libro “El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual”, finaliza su análisis aduciendo que: “no alcanzaremos el grado de comprensión necesario a menos que estemos dispuestos a reflexionar claramente sobre nuestros problemas y a seguir nuestros pensamientos allá donde nos lleven” (Krugman, 2009).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de Pagos Internacionales (2008): *78º Informe anual. 1 de abril de 2007-31 de marzo de 2008*, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- Casilda Béjar, R. (1987): “La crisis bancarias en España 1977-1983”, *Boletín de Información Comercial Española*, 2081, abril.
- Casilda Béjar, R. (1992): *El sistema financiero español*, Alianza Editorial, Madrid.
- Casilda Béjar, R. (1997): *La banca española. Análisis y evolución*, Pirámide, Madrid.
- Casilda Béjar, R. (1999): *La banca y los mercados financieros*, Alianza Editorial, Madrid.
- Casilda Béjar, R. (2009): “América Latina: la sombra de la crisis se oscurece”, *Diario Expansión*, 14 de marzo.
- Davidson, P. (2009): “La creación de una agencia federal de refinanciación de hipotecas para evitar una recesión en Estados Unidos”, *Ekonomiaz*, 67, 372-391.
- Ferreiro, J. y Serrano, F. (2007): “New Institutions for a New Economic Policy”, en Hein, E. y Truger, A. (eds.): *Money, Distribution and economic policies. Alternative to orthodox macroeconomics*, Edward Elgar, Cheltenham, 141-157.

- Fondo Monetario Internacional (2009a): "Global Economic Policies and Prospects", *Note by the Staff of the IMF*, elaborado para la reunión del G-20 celebrada en Londres los días 13 y 14 de marzo de 2009.
- Fondo Monetario Internacional (2009b): *World Economic Outlook. Crisis and recovery. April 2009*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Fondo Monetario Internacional (2009c): *Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk. April 2009*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Fontela, E. (1993): "Introducción: La economía mundial hacia el tercer milenio: programa para los economistas", en De Paz Báñez, M.A. (ed.): *Economía Mundial*, Pirámide, Madrid.
- Forbes, K.J. (2008): "Why Do Foreigners Invest in the United States", *NBER Working Paper*, 13908.
- Greenspan, A. (2008): *La era de las turbulencias. Aventuras de un nuevo mundo*, Ediciones B, Barcelona.
- Handy, C. (2003): "El papel de la empresa en la sociedad actual", *Harvard Deusto Business Review*, enero/febrero.
- Kregel, J. (2009): "Background Considerations to a Regulation of the U.S. Financial System: Third Time a Charm? Or Strike Three?", *Working Paper*, 557, marzo, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Krugman, P. (2009): *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, Crítica, Madrid.
- Lindblom, C.E. (2001): *The Market System. What It Is, How It Works, and What to Make of It*, Yale University.
- Minsky, H.P. (1992a): "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions", *Working Paper*, 72, January, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, H.P. (1992b): "The Financial Instability Hypothesis", *Working Paper*, 74, May, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Papadimitriou, D.B. y Wray. (1997): "The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform", *Working Paper*, 217, December, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- OECD (2009): *OECD Economic Outlook. Interim Report*, marzo 2009, OECD, París.
- Sánchez Salamanca, L.B. (2009): *Contraloría General de la República. Informe Especial*, febrero, Bogotá.

