
Financiarización y crisis económica: ¿puede pasar de nuevo?

Financialization and economic crisis: could it happen again?

Numerosos trabajos señalan el papel central jugado por el proceso de financiarización en el estallido de la Crisis Financiera Global y de la posterior Gran Recesión. Los efectos negativos de un tamaño excesivo de las finanzas plantean la necesidad de un proceso de de-financiarización que reduzca el tamaño de los activos y pasivos financieros. El estudio de los balances financieros de los países miembros de la Unión Europea desde el año 2007 muestra, sin embargo, que este proceso de de-financiarización no se ha producido en la inmensa mayoría de países europeos, lo que abre la posibilidad de una nueva crisis financiera sistémica a corto y medio plazo.

Lan askok adierazten dute finantzazio-prozesuak zerikusi handia izan zuela Finantza Krisi Globalak eta ondorengo atzeraldi handiak eztanda egiteko. Finantzen tamaina handiegia izateak dituen ondorio negatiboek planteatzen dute definantzazio-prozesu bat behar dela, finantza-aktiboak eta pasiboak tamaina murriztuko duena. Europar Batasuneko herrialde kideek 2007tik aurrera izan dituzten balantze finantzarioak aztertzeak, hala ere, erakusten du definantzazio-prozesu hori ez dela gertatu Europako herrialderik gehienetan; ondorioz, beste krisi finantzario sistematiko bat izan daiteke epe labur eta ertainean.

Many studies point out the central role played by the process of financialization in the burst of the Global Financial Crisis and the subsequent Great Recession. The negative consequences of an excessive size of finances suggest the need of a de-financialization process that reduced the size of the financial assets and liabilities. The study of the balance sheets of the European Union countries since the year 2007 shows, however, that this process has not taken place in most European countries, leading to the possibility of a new systemic financial crisis in the short or medium term.

Índice

1. Introducción
2. Proceso de financiarización: concepto e implicaciones
3. Efectos económicos del proceso de financiarización
4. ¿Están las economías europeas de-financiarizándose?
5. Resumen y conclusiones

Referencias bibliográficas

Palabras clave: crisis financiera, financiarización, de-financiarización, balances financieros, Unión Europea.

Keywords: financial crisis, financialization, de-financialization, balance sheets, European Union.

Nº de clasificación JEL: E44, G01, F34

Fecha de entrada: 23/09/2019

Fecha de aceptación: 17/12/2019

1. INTRODUCCIÓN

A raíz del estallido de la Crisis Financiera Global y de la consiguiente Gran Recesión, numerosos estudios han puesto en tela de juicio el papel jugado por las finanzas en el crecimiento y desarrollo económico. Hasta entonces, la visión económica dominante consideraba, prácticamente como un axioma, la existencia de un nexo directo entre finanzas y desarrollo y crecimiento económico, de tal forma que el desarrollo del sector financiero bancario y no-bancario tenía un efecto estimulante sobre el crecimiento y la actividad económica. La clave para estimular el desarrollo de los sectores financieros implicaba adoptar medidas que liberalizaran y desregularan (re-regularan, más bien) los distintos mercados, agentes y productos financieros, tanto en el plano doméstico como internacional.

En el caso de las economías emergentes, se consideraba que uno de los elementos claves para explicar sus malos resultados económicos era, precisamente, la existencia de un sector financiero poco desarrollado y de escaso tamaño, si lo comparamos con el tamaño registrado en las economías más desarrolladas, en especial en los Estados Unidos de América, y sujeto a una excesiva y adversa regulación e in-

tervencionismo por parte de las autoridades políticas, dando así lugar a procesos de represión financiera. Así, las regulaciones y el intervencionismo estatal, poniendo límites a los tipos de interés o estableciendo canales o mecanismos de financiación privilegiada a determinados agentes públicos y/o privados, daban lugar a una especie de enanismo del sector financiero, excesivamente concentrado en un sector bancario ineficiente, que proporcionaba escasos y caros servicios financieros a los agentes privados no financieros. Estos problemas se veían acentuados por las restricciones existentes a los flujos internacionales de entrada y salida de capitales.

En los países emergentes y en desarrollo sería, desde esta óptica, imprescindible la adopción de reformas que desregularan y liberalizaran los mercados domésticos, que liberalizaran los movimientos internacionales de capitales y que promovieran el aumento del tamaño (*financial depth*) de los mercados financieros. De esta forma, los agentes y sectores domésticos (financieros y no financieros) dispondrían de mayores y más baratos recursos financieros. Además, las instituciones financieras harían un uso más eficiente de sus recursos, concentrándolos en las actividades más productivas, lo que contribuiría a aumentar las tasas de crecimiento de estas economías, y, por tanto, su nivel de desarrollo.

El estallido de la Crisis Financiera Global, originada en las economías más avanzadas y en donde el tamaño de los sectores financieros es más elevado, ha puesto en tela de juicio este planteamiento. Desde planteamientos heterodoxos, en especial Post Keynesianos, se argumenta que el proceso de financiarización que ha caracterizado a la mayoría de economías, desarrolladas o emergentes, en especial a partir de la década de los noventa, es un factor de riesgo, una fuente de inestabilidad tanto financiera como macroeconómica, de ahí la necesidad de que aquellas economías cuyo tamaño del sector financiero es excesivo inicien un proceso de de-financiarización que reduzca el tamaño de los sectores financieros y el volumen de operaciones financieras, a fin de reducir las posibilidades de una nueva crisis financiera sistémica (Ferreiro, 2016 y 2018).

En el momento de escribir el presente artículo (finales de verano de 2019), la economía mundial, en especial las europeas, se enfrenta a un escenario a corto y medio plazo caracterizado por una acentuada incertidumbre. Desde hace varios trimestres, las economías europeas y de la zona euro afrontan un escenario macroeconómico en el que la desaceleración del crecimiento económico es más que evidente, tal y como señalan las recientes estimaciones de Eurostat para el segundo trimestre de 2019, publicadas en julio de 2019. De hecho, de acuerdo con los datos de Eurostat, en el primer cuatrimestre de 2019, la tasa de crecimiento económico interanual fue negativa en Italia, y se situó por debajo del 1% en Alemania y Finlandia. En este sentido se inscribe la reciente decisión del Banco Central Europeo de 25 de julio de 2019 en la que subraya la «necesidad de una orientación de política monetaria muy acomodaticia durante un período prolongado», dadas las condiciones económicas imperantes.

Por otro lado, la incertidumbre que rodea al Brexit, tanto en lo que se refiere al propio proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea como a la forma en la que esta puede producirse, unida a otros factores como son la política proteccionista de Estados Unidos o la reciente disputa comercial y cambiaria entre China y Estados Unidos desatada en agosto de 2019, puede afectar todavía más negativamente a la actividad económica a corto plazo.

En este plausible escenario de marcada ralentización del crecimiento económico, bajas tasas de inflación y de tipos de interés oficiales cero, el riesgo de que las tensiones económicas se trasladen al sector financiero resulta evidente, tal y como reconoce el Fondo Monetario Internacional en su informe World Economic Outlook de abril de 2019 y en la actualización del mismo correspondiente al mes de julio.

Por lo tanto, los riesgos a los que se enfrenta la economía mundial y las economías mundiales serían todavía mayores en el caso de generarse una nueva crisis financiera sistémica, cuyos efectos serían tan devastadores como los de la pasada Crisis Financiera Global, y que podrían implicar que la actual desaceleración económica diera paso a una nueva recesión.

¿Hasta qué punto es posible que este escenario se materialice, dando lugar a una nueva tormenta perfecta alimentada por tensiones reales y financieras? Desde el punto de vista financiero, dado que el estallido de la crisis de 2008 se produjo como resultado de los problemas financieros y reales derivados de un tamaño excesivo de las finanzas, en la medida en que el sistema financiero haya visto reducir su tamaño de forma significativa, podríamos asegurar que la probabilidad de una nueva crisis financiera, al menos a corto plazo, es muy reducida, o, siendo menos optimistas, que en el caso de estallar esta crisis sus efectos serían menores que los registrados con la Crisis Financiera Global.

Cobra, así, una especial importancia analizar lo ocurrido en los últimos años en lo que se refiere al tamaño de las finanzas, así como la evolución de los saldos financieros no solo del conjunto de la economía sino también de los distintos agentes que la conforman. Ello implica analizar la pasada dinámica de comportamiento, a nivel del conjunto de la economía y de los distintos agentes, de los saldos financieros netos y de la evolución del tamaño de los pasivos y activos financieros. Para ello estudiaremos el comportamiento de los balances financieros de las economías de los países de la Unión Europea en el periodo 2007-2017, tratando de comprobar si efectivamente el necesario proceso de de-financiarización ha tenido lugar.

El estudio del comportamiento de los balances financieros resulta especialmente indicado para aquellas economías, como la española, que, de forma directa o indirecta, a través de diversos contagios, han sufrido en mayor medida los efectos derivados de la Crisis Financiera Global como consecuencia de un elevado endeudamiento neto, ya sea del conjunto de la economía o de alguno de sus agentes.

En estos países, el mencionado proceso de de-financiarización resulta aún más necesario, bien para evitar una crisis financiera doméstica, bien para protegerse de los efectos de crisis financieras externas.

El artículo se estructura de la siguiente forma. Tras este apartado introductorio, en el segundo apartado se define y caracteriza el proceso de financiarización. En el tercer apartado se presentan los efectos adversos derivados de ese proceso. En el cuarto apartado se analiza el comportamiento de los balances financieros de las economías europeas tras el estallido de la Crisis Financiera Global. Finalmente, en el último apartado se presentan las principales conclusiones del artículo.

2. PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN: CONCEPTO E IMPLICACIONES

En las últimas décadas hemos podido asistir al uso generalizado del concepto de financiarización. Este concepto trata de abarcar tanto el tamaño creciente de los sectores financieros en las economías desarrolladas, emergentes y en desarrollo, como la influencia creciente de las finanzas y los factores financieros en los procesos de toma de decisiones adoptadas por los agentes no financieros públicos y privados (Sawyer, 2015 y 2017). Así, para Epstein: «la financiarización supone el papel creciente de los motivos financieros, los mercados financieros, los agentes financieros y las instituciones financieras en el funcionamiento de las economías domésticas e internacionales» (Epstein, 2005, p. 3).

Este proceso significa que los motivos puramente financieros pasan a jugar un rol más relevante en las decisiones de asignación de recursos (financieros y no financieros) adoptadas por los agentes privados (Stockhammer, 2013); es decir, en las decisiones relativas al ahorro, la inversión real-productiva, e incluso en las decisiones financieras vinculadas tanto a operaciones de endeudamiento como de compra-venta de activos financieros. En este sentido, en el caso de las empresas no financieras, la realización por parte de estas empresas de actividades puramente financieras cobraría una mayor importancia. Como resultado de la implicación de las empresas no financieras en la realización de operaciones financieras sin relación con la financiación de actividades no financieras o productivas, el tamaño de los activos financieros en manos de las empresas no financieras habría aumentado, así como el peso de las rentas de propiedad en los beneficios de las empresas no financieras (Hein, 2017b; Battiston *et al.*, 2018). En el caso de las empresas no financieras y de las familias, las operaciones de consumo e inversión serían cada vez más dependientes del endeudamiento, dando como resultado un aumento de sus pasivos financieros.

Pero, además, el proceso de financiarización habría afectado también al sector público, no solo en lo que se refiere al ámbito estricto de la financiación de los desequilibrios presupuestarios, sino también al propio diseño de las políticas macroeconómicas y al resto de políticas públicas, incidiendo de forma directa en las políti-

cas de privatización de áreas clave de los servicios públicos (sanidad, educación, pensiones, infraestructuras, etc.)¹.

Es evidente que este concepto hace especial hincapié en las consecuencias y efectos de dicho proceso, pero no tanto en los elementos que caracterizan y definen a dicho proceso y que posibilitan su estudio de forma empírica y cuantitativa. De hecho, la mayoría de los estudios sobre la materia adoptan una definición del proceso de financiarización centrada en los efectos de este proceso, tal y como ocurre en los trabajos de Hein y van Treeck (2010) o Fine (2013), por citar un par de ejemplos.

Por ello, consideramos conveniente disponer de una definición del proceso de financiarización más corta que permita su empleo en estudios de carácter empírico que analicen tanto la dimensión de dicho proceso como sus consecuencias. Así, nuestro análisis parte de una definición que plantea como rasgos centrales de dicho proceso los siguientes: a) el elevado y creciente tamaño de las actividades, sectores, instituciones y productos financieros; b) el elevado y creciente volumen de endeudamiento de los agentes privados (familias, empresas financieras y empresas no financieras) y públicos; c) la creciente influencia de las variables financieras en los procesos de toma de decisiones de los agentes no financieros en la asignación de recursos.

Aun cuando existe un generalizado consenso en que el proceso de financiarización es un fenómeno extendido a todas las economías desarrolladas, así como a buena parte de las emergentes, y que en todos los casos los principales elementos responsables del proceso de financiarización han sido las políticas ampliamente extendidas de liberalización y de desregulación de los sistemas financieros (Sawyer, 2011 y 2017; Stockhammer, 2011; Tyson y McKinley, 2014; Hein, 2015a; Lagoarde-Segot, 2017), sin embargo, también se reconoce que la intensidad y efectos del proceso de financiarización difieren entre las distintas economías, de ahí que se hable de un proceso heterogéneo de financiarización (*variegated process of financialisation*) (Brown *et al.*, 2015; Brown *et al.*, 2017; Hein *et al.*, 2016; Sawyer, 2015 y 2017).

En cualquier caso, una característica común en los procesos de financiarización en todas las economías es el acentuado incremento en el tamaño de las finanzas y de las operaciones financieras. Además, este crecimiento habría tenido lugar de forma acelerada en los últimos años, alimentado, como se ha señalado, por las medidas de flexibilización y liberalización doméstica e internacional de los sectores financieros generalizadas a partir de la década de los noventa (Battiston *et al.*, 2018). En este sentido resulta ilustrativo el cuadro nº 1, el cual nos muestra, para los 28 países integrantes de la Unión Europea, el peso del tamaño de los activos y pasivos financieros consolidados, así como de la riqueza neta financiera (activos menos pasivos financieros) para el conjunto de la economía en porcentaje del PIB de estas economías.

¹ El lector interesado puede consultar sobre este tema las numerosas publicaciones derivadas del Proyecto *Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development FESSUD*, financiado por el Séptimo Programa Marco de la Unión Europea (www.fessud.eu).

Cuadro nº 1. TAMAÑO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS, PASIVOS FINANCIEROS Y RIQUEZA FINANCIERA NETA EN LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA

(en porcentaje del PIB)

	Activos financieros		Pasivos financieros		Riqueza financiera neta	
	1995	2017	1995	2017	1995	2017
Bélgica	216,6	484,3	195,7	437,3	20,9	47,0
Bulgaria	586,6	397,3	283,3	450,1	303,3	-52,8
República Checa	50,5	114,8	43,8	134,0	6,7	-19,1
Dinamarca	72,6	316,0	98,5	261,8	-25,9	54,2
Alemania	471,6	731,6	471,7	683,6	0,0	47,9
Estonia	34,3	134,9	34,8	166,3	-0,6	-31,4
Irlanda	1.142,2	2.196,6	1.158,7	2.345,7	-16,5	-149,1
Grecia	54,9	110,4	51,9	257,3	2,9	-146,9
España	48,3	154,3	69,1	238,2	-20,8	-83,9
Francia	84,8	312,9	76,4	315,6	8,4	-2,7
Croacia	269,7	407,2	292,2	472,8	-22,5	-65,6
Italia	47,9	154,3	56,2	160,2	-8,3	-5,9
Chipre	124,8	1.336,7	334,8	1.454,2	-210,0	-117,5
Letonia	34,0	131,7	41,7	187,8	-7,7	-56,1
Lituania	21,9	81,3	27,0	117,4	-5,0	-36,1
Luxemburgo	7.668,4	20.071,8	7.501,0	20.011,0	167,4	60,8
Hungría	45,4	232,1	109,2	285,2	-63,8	-53,1
Malta	123,9	2.145,5	94,1	2.085,6	29,8	60,0
Holanda	417,4	1.148,0	509,7	1.088,3	-92,3	59,7
Austria	70,5	232,1	84,0	228,4	-13,6	3,7
Polonia	164,0	48,0	192,1	108,7	-28,1	-60,7
Portugal	74,5	176,2	78,5	281,0	-4,0	-104,9
Rumanía	621,9	210,8	638,6	261,1	-16,7	-50,3
Eslovenia	53,7	99,4	41,5	135,1	12,1	-35,7
Eslovaquia	467,5	363,5	475,0	422,9	-7,5	-59,3
Finlandia	43,1	280,8	84,7	278,5	-41,6	2,3
Suecia	79,8	308,2	119,8	304,7	-40,0	3,5
Reino Unido	196,1	530,9	187,9	539,0	8,1	-8,1

Nota: Para Irlanda y Croacia, el primer dato se corresponde con el año 2001; y para Luxemburgo, con el año 1999.

Fuente: Eurostat, Financial Balance Sheets.

Los datos del cuadro nº 1 muestran cómo entre 1995 y 2017 el tamaño medio de los activos financieros en los países de la Unión Europea pasó del 475% al 1.175% del PIB, mientras que los pasivos financieros pasaron del 477% al 1.204% del PIB. Podría apuntarse que los datos de Luxemburgo sesgan estas cifras. Sin embargo, las cifras de crecimiento del tamaño de los activos y pasivos financieros siguen siendo espectaculares, incluso cuando se excluyen los datos de Luxemburgo; así, el valor promedio de los activos financieros habría pasado del 208% al 476% del PIB, mientras que los pasivos financieros habrían aumentado desde el 217% al 517% del PIB. Esto significa que en apenas 13 años el tamaño, en porcentaje del PIB, de los balances financieros se ha más que duplicado en los países de la Unión Europea.

3. EFECTOS ECONÓMICOS DEL PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN

Aunque las características de los procesos de financiarización son distintas en función de los países y los periodos analizados, para la mayoría de los estudios cuando el tamaño y la influencia de los mercados y sectores financieros exceden de un determinado tamaño, la financiarización da lugar a una serie de efectos macroeconómicos negativos.

Así, Ferreiro y Gómez (2016), tras analizar la evolución del saldo y el tamaño de los balances financieros de los distintos sectores económicos (públicos y privados, financieros y no financieros) en los países de la Eurozona durante el periodo 1999-2014, concluyen que un mayor tamaño de los balances financieros no está asociado a unas mayores tasas de crecimiento económico o a unas mayores tasas de inversión, aunque sí aparece asociado a unos mayores niveles de consumo privado. De esta forma, el crecimiento del consumo privado registrado en el periodo estaría explicado, y alimentado, por el incremento del endeudamiento de las familias.

No obstante, en los últimos años son numerosos los estudios que plantean que, de existir, la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, el nexo finanzas-crecimiento (*finance-growth nexus*) sería de naturaleza no lineal; es decir, existiría un umbral a partir del cual un mayor tamaño de los sectores financieros, un tamaño excesivo de los mismos, ejercería un efecto negativo sobre la actividad y el crecimiento económico² (Arcand *et al.*, 2015; Bouis *et al.*, 2013; Cechetti y Kharroubi, 2015; Cournède *et al.*, 2015; Creel *et al.*, 2014; Dabla-Norris y Srivisal, 2013; Law y Singh, 2014; Naceur, Candelon y Lajaunie, 2019).

De esta forma, el resultado final del proceso de financiarización, especialmente en el caso de las economías más desarrolladas, en donde el tamaño de los sectores fi-

² El efecto negativo sobre el crecimiento económico a largo plazo tendría, entre otras, causas de naturaleza microeconómica, como son el efecto negativo sobre las actividades innovadoras derivado de factores como la disminución de los beneficios reinvertidos debido al mayor poder de los accionistas frente a las empresas y los trabajadores (Hein, 2017b), y la separación entre los agentes que asumen los riesgos de la innovación y los agentes que extraen las rentas de esa innovación (Battiston *et al.*, 2018).

nancieros y de las finanzas es más elevado, habría sido el de romper el supuesto efecto positivo de la financiarización y el crecimiento económico, de tal forma que, en la actualidad, en especial en los países desarrollados, donde el peso de las finanzas en la economía resulta ser más alto, el excesivo tamaño del sector financiero ejercería un efecto negativo sobre el crecimiento económico (Arestis, 2016).

El efecto negativo sobre el crecimiento económico no es el único efecto adverso del proceso de financiarización. Numerosos estudios señalan que la financiarización también genera un potente impacto sobre la distribución de la renta, tanto en lo que se refiere a la distribución personal como funcional. Por un lado, el proceso de financiarización generaría una distribución de la renta mucho más desigual, afectando negativamente al porcentaje de renta percibido por los individuos más pobres al tiempo que aumenta el porcentaje de la de los individuos más ricos. Por otro lado, la participación en la de las rentas salariales iría en detrimento de las rentas del capital (Battiston *et al.*, 2018; Dühaupt, 2017; Hein, 2015b; Tridico, 2017).

Además, numerosos trabajos señalan que el proceso de financiarización, alimentado por los procesos paralelos de liberalización, tanto doméstica como internacional, y de desregulación financiera, ha venido acompañado de una creciente inestabilidad financiera y de una proliferación de crisis bancarias y financieras (Naceur, Candelon y Lajaunie, 2019; Saidi *et al.*, 2017), no solo en las economías en desarrollo y emergentes sino también en las más desarrolladas. Esta inestabilidad financiera, alimentada por el aumento en el apalancamiento de las entidades financieras y por los riesgos de una fijación incorrecta de numerosos activos financieros (Battiston *et al.*, 2018), incrementa la posibilidad de que las tensiones y problemas generados en entidades financieras concretas o en determinados segmentos del sector financiero adquieran la categoría de crisis o riesgos sistémicos, afectando al conjunto del sector financiero. Por otro lado, la liberalización y desregulación de los movimientos internacionales de capitales habría alimentado los efectos contagio en terceros países de los episodios de crisis generados en otras economías. De esta forma, las tensiones financieras en algunos segmentos del sistema financiero en un país concreto pueden acabar generando una crisis financiera global, tal y como ocurrió en 2007 con la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, desencadenante de la Crisis Financiera Global en 2008. En este sentido, cabe destacar la existencia de una relación negativa entre la inestabilidad financiera y los resultados macroeconómicos, de tal forma que la inestabilidad financiera ejercería un efecto negativo sobre la actividad y el crecimiento económico (Creel *et al.*, 2014 y 2015).

Los anteriores argumentos suponen, como resulta evidente, una ruptura con respecto a los planteamientos ortodoxos que plantean que los procesos de financiarización (*financial development o financial depth*) generan un efecto positivo sobre la actividad económica y el crecimiento a largo plazo. Así, se reconoce que un tamaño excesivo de las finanzas, un desarrollo financiero excesivo de las finanzas (*too much finance*), tendría un efecto negativo sobre la actividad económica y el crecimiento económico a largo plazo, como resultado de los elevados riesgos financieros y reales

que conlleva (Loayza, Ouazad y Rancièrre, 2018). Si la relación entre tamaño del sistema financiero y los resultados macroeconómicos (y la estabilidad financiera y macroeconómica) no es lineal, resulta clave conocer el umbral a partir del cual un mayor tamaño de las finanzas ejerce un efecto negativo sobre la actividad económica y el bienestar de una sociedad.

Centrándonos en los países miembros de la Unión Europea, los datos procedentes de la Oficina Estadística Europea Eurostat muestran que el tamaño de los pasivos financieros en el año 2007, antes del estallido de la crisis financiera global, alcanzaba el 466% del PIB y el 493% del PIB en los países miembros de la Unión Europea y en la Zona Euro respectivamente, suponiendo el endeudamiento neto (la diferencia entre activos y pasivos financieros) de estas economías un 19,5% y un 19,8% del PIB respectivamente.

Precisamente, Creel *et al.* (2015) concluyen que el proceso de financiarización en los países de la Unión Europea no ha tenido un efecto positivo sobre el crecimiento económico en estos países debido a que el nivel de profundidad financiera es tan elevado que ha dejado de generar efectos positivos sobre el crecimiento económico. Abundando en este sentido, Ferreiro y Gómez (2016) concluyen que el tamaño excesivo de los activos y pasivos financieros de las familias y de las empresas no financieras en los países de la Zona Euro ejerce un efecto negativo sobre el consumo de las familias y sobre la inversión de las empresas no financieras.

Estos resultados concuerdan con otros estudios que amplían la muestra de países estudiados. Así, Alter, Feng y Valcks (2018) analizan los efectos del endeudamiento privado sobre el crecimiento y la probabilidad de una crisis financiera en un conjunto de 70 economías avanzadas y en desarrollo para el periodo 1973-2016. Sus conclusiones son que un mayor endeudamiento de las familias (y de las empresas no financieras) tiene un efecto negativo sobre el crecimiento económico, al tiempo que aumenta la probabilidad de una crisis financiera. Igualmente, Naceur, Candelon y Lajaunie (2019), analizando un panel de 98 economías avanzadas, desarrolladas y emergentes para el periodo 1980-2016, concluyen que el desarrollo financiero aumenta la inestabilidad financiera e incrementa la probabilidad de una crisis bancaria, especialmente en las economías avanzadas, precisamente aquellas en donde el desarrollo financiero es mayor.

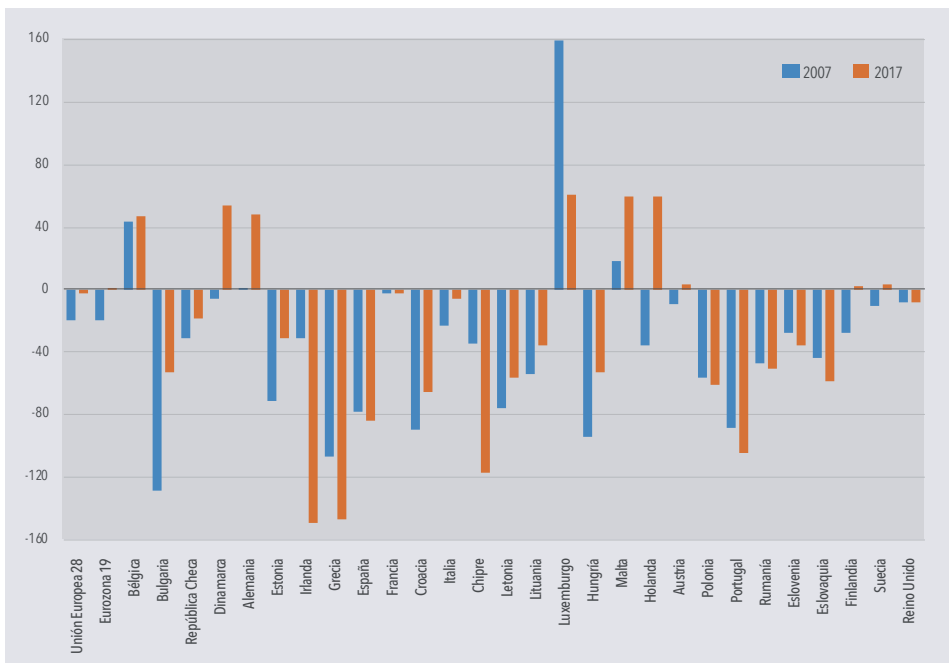
Dar por bueno este planteamiento supone aceptar que, para acelerar a medio y largo plazo el crecimiento económico en Europa, algo que sería extrapolable a otras economías desarrolladas, no solo sería necesario reducir el excesivo endeudamiento neto tanto del conjunto de la economía como de sus distintos agentes, públicos y privados, financieros y no financieros (Naceur, Candelon y Lajaunie, 2019), sino, fundamentalmente, reducir el tamaño de los balances financieros, es decir, el tamaño de los activos y pasivos financieros. Obviamente, este proceso de de-financiarización no supone negar que a corto plazo sus efectos económicos pueden ser negativos y que sea preciso que venga acompañado de medidas compensatorias (Ferreiro, 2018).

4. ¿ESTÁN LAS ECONOMÍAS EUROPEAS DE-FINANCIARIZÁNDOSE?

Como hemos señalado en las secciones precedentes, tanto para relanzar el crecimiento económico como para evitar futuros episodios de crisis financieras, las economías europeas deberían desarrollar un proceso de de-financiarización que reduzca el excesivo endeudamiento neto que padecen algunas de estas economías, elemento este que, para numerosos autores, tanto ortodoxos como heterodoxos, estaría detrás de los principales desequilibrios domésticos y externos que padecen las economías europeas. El gráfico nº 1 muestra los datos para los años 2007 y 2017 del endeudamiento neto de las economías de los países de la Unión Europea. El endeudamiento neto se mide por la riqueza financiera neta de los países, esto es, la diferencia entre el tamaño de los activos y los pasivos financieros. La fuente de estos datos procede de los «Financial Balance Sheets» de Eurostat.

Gráfico nº 1. ENDEUDAMIENTO NETO 2007 y 2017

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Financial Balance Sheets.

Los datos del gráfico nº 1 muestran que en 2007 tan solo cuatro países tenían una posición financiera positiva neta: Alemania, Bélgica, Luxemburgo y Malta. Los otros veinticuatro países tenían una posición deudora neta frente al resto del mundo. Este endeudamiento neto frente al exterior superaba el 50% del PIB en diez estados. En el año 2017, la situación había mejorado aparentemente. Así, nueve estados

tenían una posición financiera neta positiva: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Holanda, Luxemburgo, Malta y Suecia. Sin embargo, en doce países el endeudamiento neto frente al exterior superaba el 50% del PIB.

Este dato negativo se agrava por el dispar comportamiento de la riqueza financiera neta entre los países que en 2007 registraban un endeudamiento neto. De estos 24 países, en 12 de ellos (Bulgaria, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Grecia, Irlanda, Polonia, Portugal, República Checa, Rumanía y Reino Unido) la posición financiera neta ha empeorado desde 2007. Este aumento en el endeudamiento neto supone una fuente de riesgos a corto y medio plazo para el desempeño económico y para la estabilidad financiera, no solo de estas economías sino para el conjunto de economías europeas y, por extensión, para el resto de economías mundiales.

Ahora bien, los problemas del proceso de financiarización, que en este trabajo concretamos en la posibilidad de una nueva crisis sistémica bancaria y financiera, no solo son el resultado de un aumento en el endeudamiento neto de las economías, sino también de un tamaño excesivo de los activos y de los pasivos financieros. Por lo tanto, para que el proceso de de-financiarización sea efectivo, la mejora en el endeudamiento neto debe venir acompañada de una disminución en el tamaño de los activos y de los pasivos financieros.

Cuadro nº 2. VARIACIÓN DEL TAMAÑO DE LA RIQUEZA FINANCIERA NETA (ACTIVOS-PASIVOS FINANCIEROS), DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS Y DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ECONOMÍAS DE LA UNIÓN EUROPEA ENTRE 2007 Y 2017

(en porcentaje del PIB)

	Mejora de la riqueza financiera neta		Empeoramiento de la riqueza financiera neta	
	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros
Aumento de pasivos financieros	Croacia Dinamarca Finlandia Francia Holanda Hungría Italia Lituania República Checa Suecia		Chipre Eslovaquia Eslovenia España Grecia Irlanda Luxemburgo Polonia	Portugal
Descenso de pasivos financieros	Bulgaria Estonia	Alemania Austria Bélgica Letonia Malta		Reino Unido Rumanía

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Financial Balance Sheets.

En el cuadro nº 2 podemos observar la variación entre los años 2007 y 2017 del tamaño de los activos y pasivos financieros, así como de la riqueza financiera neta de los 28 países integrantes de la UE. Siguiendo esta clasificación podemos agruparlos no solo en función de la variación experimentada en la riqueza financiera neta, sino también por la contribución de los activos y pasivos financieros a dicha variación patrimonial. Debemos hacer notar que una mejora de la riqueza financiera neta, y viceversa, se produce en tres escenarios distintos: cuando un país aumenta el tamaño de sus activos financieros netos, cuando un país pasa de tener unos pasivos financieros netos (una riqueza financiera neta negativa) a una riqueza financiera neta positiva, y cuando un país reduce el tamaño de sus pasivos financieros netos (reduce su endeudamiento neto).

Por tanto, siguiendo nuestra clasificación encontramos seis grupos de países.

El primer grupo se caracteriza por una mejora en la riqueza financiera neta, generada por un aumento tanto en los activos como en los pasivos financieros, en los que el crecimiento de los activos es mayor que el de los pasivos financieros. Este grupo estaría formado por un total de 10 países.

El segundo grupo se caracteriza por una mejora en la riqueza financiera neta, generada por un aumento en los activos acompañado de un descenso en los pasivos financieros, en donde el crecimiento de los activos es mayor que el de los pasivos financieros. Este grupo estaría formado por 2 países: Bulgaria y Estonia.

El tercer grupo lo forman países en los que la mejora en su riqueza financiera neta se acompaña de un descenso tanto de los activos como de los pasivos financieros (descenso mayor en estos últimos). Es en este grupo, formado por Alemania, Austria, Bélgica, Letonia y Malta, el único en el cual se está generando un proceso de de-financiarización y, por tanto, de reducción de riesgos financieros y macroeconómicos en el corto y medio plazo.

El cuarto grupo registra un empeoramiento de la riqueza financiera neta, resultado de un incremento de los pasivos financieros superior al registrado en los activos financieros. Este grupo está formado por ocho países: Irlanda, Grecia, Eslovenia, España, Eslovaquia, Chipre, Luxemburgo y Polonia. El descenso en la riqueza financiera neta, unido al aumento de los activos y pasivos financieros refleja un alto riesgo financiero en sus economías, debido a que el proceso de financiarización no solo se ha mantenido desde el inicio de la Crisis Financiera Global, sino que se ha acentuado desde entonces, introduciendo elementos de riesgo para la estabilidad económica y financiera.

El quinto grupo, formado por un único país, Portugal, representa una situación problemática similar a la del anterior grupo. En Portugal, la riqueza financiera neta ha empeorado como resultado de un aumento en los pasivos financieros, acompañado de un descenso de los activos financieros.

El sexto y último grupo lo forman Rumanía y el Reino Unido. En ambos países, tanto los activos como los pasivos financieros han disminuido, pero, como resultado del mayor descenso de los activos financieros, su saldo financiero neto ha empeorado.

De los resultados reseñados, destaca el reducido número de países que registran un proceso de de-financiarización. De hecho, si nos centramos en lo ocurrido al tamaño de los balances financieros de los países de la Unión Europea, medido por la evolución de los tamaños de los activos y pasivos financieros, con independencia de la evolución de su saldo o riqueza financiera neta, en 18 países el tamaño de los balances financieros ha aumentado desde 2007, prueba de que la importancia de las operaciones financieras ha seguido ganando peso en las economías europeas. Solo en 7 países (Alemania, Austria, Bélgica, Letonia, Malta, Reino Unido y Rumanía) el tamaño del balance financiero del conjunto de la economía ha disminuido.

Si, como apuntan los estudios empíricos, un tamaño excesivo del sector financiero y de las operaciones financieras es un factor de inestabilidad financiera y económica, aumentando el riesgo de una crisis bancaria y financiera, la continuidad del proceso de financiarización supone una fuente de incertidumbre y riesgo para la economía europea y mundial.

Los datos anteriores se refieren a los balances financieros consolidados del conjunto de la economía en los países de la Unión Europea. Ello implica que los procesos antes señalados pueden ocultar comportamientos dispares, tanto en lo que se refiere a la evolución de la riqueza financiera neta como del tamaño de dichos balances y de los elementos que los componen (activos y pasivos financieros), entre los distintos agentes económicos. Como se ha mencionado, la literatura teórica y empírica apunta a que los efectos de un tamaño excesivo de las operaciones financieras y del saldo financiero son diferentes en función del agente que se trate, destacando especialmente los problemas de un excesivo endeudamiento de las familias. Asimismo, también se destaca la mayor probabilidad de una crisis de deuda soberana, que puede derivar en una crisis bancaria y financiera cuando el tamaño del endeudamiento público es excesivo. En el caso del sector público, además, hay que tener en cuenta, tal y como ha ocurrido durante la Gran Recesión, que los balances financieros y el endeudamiento neto del sector público puede haber aumentado por factores coyunturales, resultado del aumento de los déficits coyunturales generados por la crisis financiera y por decisiones puntuales relativas a los rescates bancarios de entidades financieras en problemas (Carrasco *et al.*, 2016; Ferreiro *et al.*, 2015 y 2017).

Esto supone la necesidad de analizar por separado los balances financieros de los distintos agentes, para así tener una perspectiva más precisa de qué agentes guían los procesos de financiarización y de-financiarización en la Unión Europea, lo que permitiría poder adoptar medidas más precisas sobre aquellos agentes que tienen un tamaño de sus balances financieros más problemático. Para ello, a continuación analizaremos el comportamiento de los balances financieros entre los años 2007 y 2017 de las empresas no financieras, las empresas financieras, las familias y el sector público.

El cuadro nº 3 muestra la evolución de los balances financieros, de sus saldos y componentes, de las empresas no financieras europeas entre los años 2007 y 2017. Es destacable el elevado número de países (19) en los que se registra una mejora del saldo financiero neto de estas empresas, de tal suerte que en ellas se ha producido una reducción del endeudamiento neto.

Cuadro nº 3. VARIACIÓN DEL TAMAÑO DE LA RIQUEZA FINANCIERA NETA (ACTIVOS-PASIVOS FINANCIEROS), DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS Y DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ENTRE 2007 Y 2017

(en porcentaje del PIB)

	Mejora de la riqueza financiera neta		Empeoramiento de la riqueza financiera neta	
	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros
Aumento de pasivos financieros	Austria Eslovaquia Francia Holanda Hungría Polonia Portugal Reino Unido		Bélgica Chipre Dinamarca Estonia Irlanda Letonia	Grecia Suecia
Descenso de pasivos financieros	Alemania Croacia España Finlandia Italia Lituania Malta República Checa	Bulgaria Eslovenia Rumanía		Luxemburgo

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Financial Balance Sheets.

Ahora bien, este proceso de mejora de la situación financiera de las empresas no financieras ha seguido diferentes estrategias. En un primer grupo de 8 países hay un aumento tanto de los pasivos como de los activos financieros, siendo el aumento de estos últimos mayor. Un segundo grupo de países (Bulgaria, Eslovenia y Rumanía) se caracteriza por una disminución de los activos y pasivos financieros, mayor en estos últimos. Es en este reducido número de países en los que se habría producido un proceso de de-financiarización en sus empresas no financieras. Finalmente, en 8 países (entre ellos España) el descenso en el endeudamiento neto se produce como resultado de la combinación de un aumento en el tamaño de los activos financieros en paralelo a una disminución de los pasivos financieros.

En los restantes nueve países el endeudamiento neto de las empresas no financieras ha aumentado, suponiendo un mayor riesgo para la estabilidad económica y financiera de estos agentes y del conjunto de la economía. En un país, Luxemburgo, el mayor endeudamiento neto se produce como resultado de un descenso del tamaño de los pasivos mayor que el de los activos financieros. En los otros 8 países hay un aumento de los pasivos financieros, que se acompaña en dos de ellos de una caída de los activos financieros, y en los restantes 6 países de un aumento de los activos financieros.

El resultado de este proceso es que el tamaño de los balances financieros de las empresas no financieras ha aumentado (es decir, el tamaño tanto de los activos como de los pasivos financieros ha aumentado) en catorce países, la mitad de los integrantes de la Unión Europea. De hecho, el tamaño del endeudamiento bruto de estas empresas, el tamaño de los pasivos financieros, ha aumentado en este periodo en 16 economías.

Cuadro nº 4. VARIACIÓN DEL TAMAÑO DE LA RIQUEZA FINANCIERA NETA (ACTIVOS-PASIVOS FINANCIEROS), DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS Y DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS FINANCIERAS ENTRE 2007 Y 2017
(en porcentaje del PIB)

	Mejora de la riqueza financiera neta		Empeoramiento de la riqueza financiera neta	
	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros
Aumento de pasivos financieros	Chipre Croacia Dinamarca Estonia Francia Hungría Italia Letonia Lituania Polonia Suecia		Eslovaquia Finlandia Holanda Irlanda Luxemburgo Reino Unido República Checa	España
Descenso de pasivos financieros	Bulgaria Grecia	Alemania Austria Bélgica Eslovenia Malta Portugal Rumanía		

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Financial Balance Sheets.

En el cuadro nº 4 podemos observar la evolución de los balances financieros de las empresas financieras en el periodo 2007-2017. En 20 países se ha registrado una mejora del saldo financiero neto de estas empresas. Hay que destacar que en 2007 la riqueza financiera neta de las empresas netas era positiva en 13 países, lo que supone

que el sector financiero era un acreedor neto frente al resto de agentes. En 2017 esa cifra alcanza los 19 países.

Entre los sectores financieros en los que mejora el saldo financiero neto, en 11 países esa mejora se produce por un aumento en los activos financieros superior al aumento registrado en los pasivos financieros; en 2 países, por un aumento en los activos financieros y un descenso en los pasivos financieros; y en 7, por una caída en el tamaño de los pasivos financieros mayor que el descenso registrado en los activos financieros.

En las ocho economías (España entre ellas) donde aumenta el endeudamiento neto de las empresas financieras, este aumento se produce por un aumento en los pasivos financieros que acompaña a un descenso en el tamaño de los activos financieros. En los restantes siete países se registra un aumento en los pasivos financieros mayor que el aumento en los activos.

De esta forma, el tamaño del sector financiero, medido por el tamaño de su balance financiero, tan solo se ha reducido en siete países: Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, Malta, Portugal y Rumanía. Por el contrario, el tamaño del sector ha aumentado en 18 países. Además, el tamaño de los activos financieros de estas empresas, que podemos considerar como el volumen de recursos financieros prestados al resto de agentes nacionales y extranjeros, ha aumentado en 20 economías. Según los datos de Eurostat, en el año 2017 el tamaño de los activos financieros del sector financiero alcanzaba el 570% del PIB de la Unión Europea. Claramente este es, sin lugar a dudas, un tamaño muy elevado de dicho sector, a todas luces excesivo. Su tamaño y el aumento registrado desde el inicio de la crisis financiera es un factor que introduce altas dosis de riesgo sistémico en el conjunto del sector financiero y en la economía europea.

Por su parte, el cuadro nº 5 muestra la evolución de los balances financieros de las familias. Solo en 5 países (Chipre, Eslovenia, Grecia, Malta y Rumanía) el patrimonio financiero neto de las familias se ha deteriorado. En las 23 economías restantes, la posición financiera neta de las familias ha mejorado. Ahora bien, en una economía (Irlanda) el aumento en la riqueza financiera neta de las familias se produce por un descenso en los pasivos superior al descenso de los activos financieros. En 10 países hay un aumento tanto de los pasivos como de los activos financieros, siendo mayor el aumento de estos. Por el contrario, en 12 países (entre ellos España) el aumento de los activos financieros viene acompañado de un descenso de los pasivos financieros.

Esto supone que solo en 3 países (Irlanda, Malta y Rumanía) hay una caída en el tamaño de los balances financieros de las familias, mientras que en 11 estados el tamaño del balance financiero es mayor en 2017 que en 2007. Por otra parte, aunque hay un aumento generalizado en el tamaño de los activos financieros de las familias en 23 países, también se registra un aumento del endeudamiento bruto en 13 países, lo que denota una evidente fragilidad financiera entre estos agentes, la cual puede traducirse en una mayor fragilidad e inestabilidad para el sector financiero.

Cuadro nº 5. VARIACIÓN DEL TAMAÑO DE LA RIQUEZA FINANCIERA NETA (ACTIVOS-PASIVOS FINANCIEROS), DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS Y DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ENTRE 2007 Y 2017

(en porcentaje del PIB)

	Mejora de la riqueza financiera neta		Empeoramiento de la riqueza financiera neta	
	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros
Aumento de pasivos financieros	Bélgica Bulgaria Eslovaquia Finlandia Francia Italia Luxemburgo Polonia República Checa Suecia		Grecia	Chipre Eslovenia
Descenso de pasivos financieros	Alemania Austria Croacia Dinamarca España Estonia Holanda Hungría Letonia Lituania Portugal Reino Unido	Irlanda		Malta Rumanía

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Financial Balance Sheets.

Finalmente, el cuadro nº 6 muestra la evolución del balance financiero de las administraciones públicas en la Unión Europea. Los datos indican un evidente empeoramiento de la posición financiera de las administraciones públicas, con la única salvedad de Alemania, Estonia, Malta y Suecia. En las 24 economías restantes se ha producido un incremento del endeudamiento neto público, alimentado fundamentalmente por un aumento en los pasivos financieros del sector público.

Destaca, no obstante, el hecho de que el endeudamiento bruto de las administraciones públicas ha aumentado en todos los países, con la salvedad de Malta. Como resultado, en 2017 la deuda bruta de los estados europeos (medida por el tamaño de los pasivos financieros) supera el 100% del PIB en 7 países (Bélgica, Chipre, España, Francia, Grecia, Italia y Reino Unido) y se halla entre el 90 y el 100% del PIB en cuatro países (Austria, Croacia, Hungría y Portugal), lo que denota la existencia de un tamaño excesivo de la deuda pública, constituyendo un factor de riesgo en caso de una nueva crisis de deuda soberana o financiera.

Cuadro nº 6. VARIACIÓN DEL TAMAÑO DE LA RIQUEZA FINANCIERA NETA (ACTIVOS-PASIVOS FINANCIEROS), DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS Y DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS ENTRE 2007 Y 2017

(en porcentaje del PIB)

	Mejora de la riqueza financiera neta		Empeoramiento de la riqueza financiera neta	
	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros
Aumento de pasivos financieros	Alemania Estonia Suecia		Austria Bélgica Chipre Croacia Dinamarca Eslovaquia Eslovenia España Finlandia Francia Grecia Holanda Hungría Italia Letonia Lituania Luxemburgo Portugal Reino Unido	Bulgaria Irlanda Polonia República Checa Rumanía
Descenso de pasivos financieros	Malta			

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Financial Balance Sheets.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Los estallidos, en primer lugar, de la Crisis Financiera Global y, posteriormente de la Gran Recesión han sido la prueba más clara de que el proceso de financiarización, alimentado por una intensa liberalización y desregulación de los mercados financieros nacionales e internacionales, es una fuente de inestabilidad financiera y macroeconómica. De esta forma, resulta cada vez más evidente que en numerosas economías, en especial en las más desarrolladas, el tamaño de los mercados y sistemas financieros, medido por el tamaño de los balances financieros tanto del conjunto de la economía como de los distintos agentes que la componen (familias, empresas no financieras, empresas financieras y sector público) sea excesivo.

Este tamaño excesivo de las finanzas no solo tiene un efecto negativo sobre la actividad y el crecimiento económico. También es generador de desequilibrios financieros y reales, domésticos y externos, afectando, además, a la eficacia de las

políticas macroeconómicas, como las políticas fiscales y monetarias (Ferreiro, 2018). Estos problemas aumentan en el caso de aquellas economías altamente integradas como son las europeas, y en especial a las que forman parte de uniones monetarias, como es el caso de la Eurozona. Es en estas economías donde las crisis bancarias y financieras o las crisis de deuda soberana surgidas en una economía, o un grupo reducido de economías, pueden acabar convirtiéndose en sistémicas o globales, consecuencia de los efectos contagio y de las repercusiones adversas sobre los flujos comerciales y financieros y de las tensiones y turbulencias cambiarias. En este sentido, no es casualidad que haya sido la Zona Euro la región mundial en la que los efectos adversos de la crisis financiera global hayan sido más profundos y duraderos.

En estas economías resulta clave, para poder garantizar un crecimiento económico sostenido y sostenible y para evitar la ocurrencia de nuevas crisis financieras globales y sistémicas, que se produzca un proceso de de-financiarización, en cuyo marco la mejora en la posición financiera de las economías, y de los agentes que las forman, venga acompañada de una disminución en el tamaño de los sectores financieros.

El análisis del comportamiento de los balances financieros de los países miembros de la Unión Europea entre los años 2007 y 2018 muestra que este objetivo está lejos de poder cumplirse, al menos a corto plazo. Tan solo en siete países (Austria, Alemania, Bélgica, Letonia, Malta, Rumanía y Reino Unido) puede hablarse de un proceso claro de de-financiarización, entendido como un descenso en el tamaño de los balances financieros de esas economías. Por el contrario, en 18 países se ha registrado un aumento en el tamaño de los activos y de los pasivos financieros, prueba de que el proceso de financiarización sigue manteniéndose.

Por otro lado, el comportamiento de los balances financieros de los distintos agentes (empresas no financieras, empresas financieras, familias, y administraciones públicas) muestra un comportamiento dispar. Los datos del artículo nos muestran que no hay ninguna economía en la Unión Europea en la que el tamaño de los balances financieros de los cuatro agentes analizados haya disminuido. Esto supone que, incluso en aquellas siete economías en las cuales se ha registrado un menor tamaño de los balances financieros, en alguno de los sectores que la componen el tamaño de los balances financieros ha aumentado.

La ausencia de un proceso generalizado de de-financiarización supone que los riesgos financieros y macroeconómicos en Europa derivados de un tamaño excesivo de las finanzas siguen estando presentes, generando una situación altamente preocupante tanto en lo que respecta a la continuidad a medio plazo de un crecimiento económico sostenido como a la posibilidad de nuevos episodios de crisis financieras sistémicas.

Esta situación afecta a diferentes economías. En el caso concreto de España, aunque el endeudamiento neto tanto de las empresas no financieras como de las familias está en una senda de corrección, de tal suerte que en la actualidad ese endeudamiento neto es menor que antes de la crisis; no es menos cierto que ese

proceso no ha tenido lugar en el caso de las empresas financieras y de las administraciones públicas, las cuales siguen manteniendo niveles de endeudamiento bruto y neto excesivos, especialmente las administraciones públicas.

Estos elevados niveles de endeudamiento y apalancamiento de determinados agentes y sectores suponen uno de los principales factores de riesgo que operan en la economía española (Fondo Monetario Internacional, 2018), no tanto por el factor de inestabilidad que puede inducir en la economía española como por las mayores posibilidades de padecer los efectos contagio de un posible shock financiero externo y por las restricciones que supone para el funcionamiento de una política fiscal anticíclica. De ahí la necesidad de reducir de forma efectiva a corto plazo el excesivo endeudamiento de esos agentes privados y públicos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALTER, A.; FENG A.X.; VALCKX, N. (2018): «Understanding the macro-financial effects of household debt: A global perspective», *IMF Working Paper*, WP/18/76.
- ARCAND, J.L.; BERKES, E.; PANNIZA, U. (2015): «Too much finance?», *Journal of Economic Growth*, 20, pp. 105-148.
- ARESTIS, P. (2016): «Financial Liberalization, the Finance-Growth Nexus, Financial Crises and Policy Implications», en P. Arestis y M. Sawyer (eds.) *Financial Liberalisation: Past, Present and Future*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- BATTISTON, S.; GUERINI, M.; NAPOLETANO, M.; STOLBOVA, V. (2018): «Financialization in EU and its consequences», *European Policy Brief ISIGrowth EU H-2020 Project* (http://www.isi-growth.eu/wp-content/uploads/2018/04/ISIG-PB-Short_FINAL.pdf).
- BOUIS, R.; CHRISTENSEN, A.K.; COURNÈDE, B. (2013): «Deleveraging: Challenges, progress and policies», *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1077.
- BROWN, A.; PASSARELLA, M.V.; SPENCER, D. (2015): «The nature and variegation of financialisation: a cross-country comparison», *FESSUD Working Paper Series*, No. 127.
- (2017): «The extent and variegation of financialisation in Europe: A preliminary analysis», *Revista de Economía Mundial*, 46, pp. 49- 50.
- CARRASCO, C.A.; FERREIRO, J.; GÁLVEZ, C.; GÓMEZ, C.; GONZÁLEZ, A. (2016): «The impact of the financial and economic crises on European Union member states», en Hein, E., Dezter, D. y Dodig, N. (ed.) *Financialisation and the Financial and Economic Crises. Country Studies*, Edward Elgar, Cheltenham, pp. 299-320.
- COURNÈDE, B.; DENK, O.; HOELLER, P. (2015): «Finance and inclusive growth», *OECD Economic Policy Paper*, No. 14.
- CREEL, J.; HUBERT, P.; LABONDANCE, F. (2014): «Financial stability and economic performance», *FESSUD Working Paper Series*, No. 35.
- (2015): «Financial stability and economic performance in Europe», *Economic Modelling*, 48, pp. 25-40.
- DABLA-NORRIS, E.; SRIVISAL, N. (2013): «Revisiting the link between finance and macroeconomic volatility», *IMF Working Paper*, WP/13/29.
- DÜNHaupt, P. (2017): «Determinants of labour's income share in the era of financialisation», *Cambridge Journal of Economics*, 41(1), pp. 283-306.
- EPSTEIN, G.A. (ED.) (2005): *Financialization in the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- FERREIRO, J. (2016): «Macroeconomic and financial sector policies to better serve the economy and society», *FESSUD Working Paper Series*, No 165.

- (2018): «Macroeconomic lessons from the financialisation process», en Arestis, P. (ed.) *Alternative Approaches in Macroeconomics. Essays in Honour of John McCombie*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, pp. 183-208.
- FERREIRO, J.; GÁLVEZ, C.; GONZÁLEZ, A. (2015): «Fiscal Policies in the European Union during the crisis», *Panoeconomicus*, 62(2), pp. 131-155.
- FERREIRO, J.; GÁLVEZ, C.; GÓMEZ, C.; GONZÁLEZ, A. (2016): «Bank rescues and fiscal policy in the European Union during the Great Recession», *Panoeconomicus*, 63(2), pp. 211-230.
- (2017): «Economic Crisis and Convergence in the Eurozone Countries», *Panoeconomicus*, 64(2), pp. 223-244.
- FERREIRO, J.; GÓMEZ, C. (2016): «Financialisation and the financial balance sheets of economic sectors in the Eurozone», en Arestis, P. y Sawyer M. (ed.) *Financial Liberalisation. Past, Present and Future*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, pp. 87 - 131.
- FINE, B. (2013): «Towards a material culture of financialisation», *FESSUD Working Paper Series*, No. 15.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2018) «2018 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Spain», *IMF Country Report No. 18/330 (noviembre 2018)*.
- HEIN, E. (2015a): «Causes and consequences of the financial crisis and the implications for a more resilient financial and economic system: Synthesis of FESSUD Work Package 3», *FESSUD Working Paper Series*, No. 128.
- (2015b): «Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective», *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), pp. 907-934.
- HEIN, E.; VAN TREECK, T. (2010): «'Financialisation' in post-Keynesian models of distribution and growth: a systematic review», en Setterfield, M. (ed.) *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 277-292.
- HEIN, E.; DODIG, N. (2014): «Financialisation, distribution, growth and crises. Long-run tendencies», *FESSUD Working Paper Series*, No. 23.
- LAGOARDE-SEGOT, T. (2017): «Financialization: Towards a new research agenda», *International Review of Financial Analysis*, 51, pp. 113-123.
- LAW, S.H.; SINGH, N. (2014): «Does too much finance harm economic growth?», *Journal of Banking & Finance*, 41, pp. 36 - 44.
- LOAYZA, N.; OUAZAD, A.; RANCIÈRE, R. (2018): «Financial development, growth and crisis: is there a trade-off?», *NBER Working Paper Series*, No. 24474.
- NACEUR, S.B.; CANDELON, B.; LAJAUNIE, Q. (2019): «Taming financial development to reduce crises», *IMF Working Paper*, WP/19/94.
- SAIDI, H.; RACHDI, H.; MGADMI, N. (2017): «Revisiting the role of governance and institutions in the impact of financial liberalization on economic growth using the PSTR model», *Panoeconomicus*, 64(3), pp. 31 -336
- SAWYER, M. (2011): «Re-structuring the financial sector to reduce its burden on the economy», en P. Arestis, R. Sobreira y J.L. Oreiro (eds.) *The Financial Crisis. Origins and Implications*, Houndmills: Palgrave Macmillan, pp. 114-136.
- (2015): «Financialisation, financial structures, economic performance and employment», *FESSUD Working Paper Series*, No. 93.
- (2017): «Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development: A Overview», *FESSUD Working Paper Series*, No. 206.
- STOCKHAMMER, E. (2011): «Neoliberalism, income distribution and the causes of the crisis», en P. Arestis, R. Sobreira y J.L. Oreiro (eds.) *The Financial Crisis. Origins and Implications*, Houndmills: Palgrave Macmillan, pp. 234-258.
- (2013): «Financialization, income distribution and the crisis», en S. Fadda y P. Tridico (eds.) *Financial Crisis, Labour Markets and Institutions*, 98-119. Londres: Routledge.
- TRIDICO, P. (2017) *Inequality in Financial Capitalism*, Londres: Routledge.
- TYSON, J.; MCKINLEY, T. (2014): «Financialization and the developing world: Mapping the issues», *FESSUD Working Paper Series*, No. 38.