

Procesos de financialización y de-financialización en Europa

The processes of financialization and de-financialization in Europe

Jesús Ferreiro¹ y Carmen Gómez²

Resumen

El artículo realiza un repaso de los efectos adversos derivados de la existencia de los procesos de financialización. La existencia de estos efectos negativos plantea la necesidad de un proceso de de-financialización, reduciendo el tamaño excesivo de las finanzas, en especial en aquellas en las que el tamaño de las finanzas es excesivo. El estudio de los balances financieros de los países miembros de la Unión Europea desde el año 2008 muestra, sin embargo, que este proceso de de-financialización no se ha producido en la inmensa mayoría de países europeos, planteando así dudas sobre la posibilidad de un crecimiento económico sostenido y sobre un posible estallido a corto y medio plazo de una nueva crisis financiera sistémica.

Palabras clave: Financialización, de-financialización, Unión Europea.

Abstract

The article reviews the adverse effects derived from the existence of financialization processes. The existence of these negative effects raises the need for a process of de-financialization, reducing the excessive size of finances, especially in those in which the size of finances is excessive. The study of the financial balances of the member countries of the European

¹ Catedrático de Universidad. Departamento Economía Aplicada V, Universidad del País Vasco UPV/EHU, Bilbao España. Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM) Fellow. Associate Member of the Centre for Economic and Public Policy, University of Cambridge. Associate Member of the NIFIP, University of Porto. Email: jesus.ferreiro@ehu.eus

² Profesora Agregada. Departamento Economía Aplicada V, Universidad del País Vasco UPV/EHU, Bilbao España. Email: carmen.gomez@ehu.eus

Union since 2008 shows, however, that this process of de-finanzialization has not occurred in the vast majority of European countries, raising doubts about the possibility of a sustained economic growth and a possible short and medium term outbreak of a new systemic financial crisis.

Keywords: Finanzialization, de-finanzialization, European Union.

1. Introducción

A raíz del estallido de la Crisis Financiera Global (CFG) y de la consiguiente Gran Recesión, numerosos estudios han puesto su atención en el debate sobre el papel jugado por las finanzas en el crecimiento y desarrollo económico. Hasta entonces, la mayoría de estudios se centraban en el papel del sector financiero en las economías emergentes y en desarrollo, defendiendo la necesidad de aumentar el tamaño del sector (financial depth) y de estimular la liberalización doméstica e internacional de los mercados financieros.

El estallido de la (CFG), originada en las economías más avanzadas y en donde el tamaño de los sectores financieros es más grande, han puesto en tela de juicio este planteamiento. Desde planteamientos heterodoxos, en especial Post Keynesianos, se ha planteado que el proceso de finanzialización que ha caracterizado a la mayoría de economías, desarrolladas o emergentes, en especial a partir de la década de los noventa, es una fuente de inestabilidad financiera y macroeconómica, de ahí la necesidad de que aquellas economías en las que el tamaño del sector financiero es excesivo inicien un proceso de de-finanzialización.

Este artículo se estructura de la siguiente forma. En la primera sección se define y caracteriza al proceso de finanzialización. La segunda sección presenta los efectos adversos derivados de ese proceso. En la siguiente sección se analiza el comportamiento de los balances financieros de las economías europeas tras el estallido

de la CFG. Como se ve, en la mayoría de países el proceso de financialización no sólo no se ha revertido sino que ha aumentado, suponiendo una fuerte potencial de riesgos a corto y medio plazo. La última sección presenta las principales conclusiones del artículo.

2. ¿En qué consiste el proceso de financialización?

En las últimas décadas hemos podido asistir al uso generalizado del concepto de financialización. Este concepto trata de abarcar no sólo el tamaño creciente en las economías, tanto desarrolladas como emergentes, de los sectores financieros, sino también, y principalmente, la influencia creciente de las finanzas en los procesos de toma de decisiones adoptadas por los agentes no financieros públicos y privados (Sawyer, 2015, 2017). Así, como señala Epstein: “financialisation means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies” (Epstein, 2005, p. 3)

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

Por ello, consideramos conveniente poder disponer de una definición del proceso de financialización más corta que permita su empleo en estudios de carácter empírico que analicen tanto la dimensión de dicho proceso como sus consecuencias. Así, de esta

forma, como ya hemos usado en anteriores trabajos, partimos 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 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 finanzialización 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 finanzialización han sido las políticas ampliamente extendidas de liberalización y de desregulación de los sistemas financieros (Sawyer, 2011, 2017; Stockhammer, 2011; Tyson and McKinley, 2014; Hein, 2015a), sin embargo, también se reconoce que la intensidad y efectos del proceso de finanzialización difieren entre las distintas economías, de aquí que se hable de un proceso heterogéneo de finanzialización (*variegated process of financialisation*) (Brown, et al., 2015; Brown et al., 2017; Hein et al., 2016; Sawyer, 2015, 2017).

3. Efectos macroeconómicos del proceso de financiarización

Aun cuando, como se ha señalado anteriormente, las características de los procesos de finanzialización son distintos en función de los países y los periodos analizados, la mayoría de los estudios comparten la creencia de que cuando el tamaño y la influencia de los mercados y sectores financieros exceden de un determinado tamaño, la finanzialización da lugar a una serie de efectos macroeconómicos negativos

Así, Ferreiro y Gómez (2016), tras analizar la evolución del saldo y tamaño de los balances financieros de los distintos sectores

económicos en los países de la Eurozona durante el periodo 1999-2014, concluyen que el 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.

No obstante lo apuntado, en los últimos años se han extendido los estudios que plantean la existencia de una relación no lineal entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Según estas investigaciones, existiría un umbral a partir del cual un mayor tamaño de los sectores financieros tendría un efecto negativo sobre la actividad y el crecimiento económico (véanse, entre otros, Arcand et al., 2015; Bouis et al., 2013; Cechetti and Kharroubi, 2015; Cournède et al., 2015; Creel et al., 2014; Dabla-Norris and Srivisal, 2013; Law and Singh, 2014).

De esta forma, el resultado final del proceso de financialización habría sido el de romper el supuesto efecto positivo de la financialización y el crecimiento económico, de tal forma que en la actualidad, en especial en los países desarrollados, en 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, 2017).

El efecto negativo sobre el crecimiento económico no sería el único efecto adverso del proceso de financiarización. Numerosos estudios señalan que la financialización también tendría un potente impacto sobre la distribución de la renta, tanto en lo que se refiere a la distribución personal como funcional de la renta. Por un lado, el proceso de financialización 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 renta de los individuos más ricos. Por

otro lado, la participación en la renta de las rentas salariales iría en detrimento de las rentas del capital (Dünhaupt, 2017; Hein, 2015b).

Cabe destacarse el que un número creciente de estudios plantean que el proceso de finanzialización, alimentado por los procesos paralelos de liberalización, tanto doméstica como internacional, y desregulación financiera, ha venido acompañado de una creciente inestabilidad financiera y de una proliferación de crisis bancarias y financieras (Saidi et al., 2017), no sólo en las economías en desarrollo y emergentes, sino en incluso en las economías más desarrolladas. Esta inestabilidad financiera habría incrementado la posibilidad de que las tensiones y problemas generados en entidades financieras concretas o en determinados segmentos del sector financiera 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 habrían alimentado los efectos contagio en terceros países de los episodios de crisis generados en otras economías. Es importante el destacar, tal y como Creel et al. (2014, 2015) han mostrado, existe 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.

Los anteriores argumentos suponen, como resulta evidente, una ruptura con respecto a los planteamientos ortodoxos que plantean que los procesos de finanzialización (financial depth) generan un efecto positivo sobre la actividad económica y el crecimiento a largo plazo. Si la relación entre tamaño del sistema financiero y los resultados macroeconómicos (y la estabilidad financiera y macroeconómica) no es lineal, lo importante es, precisamente, conocer cuál es 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 el caso de los países miembros de la Unión Europea (UE), 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 UE y en la Zona Euro, respectivamente, suponiendo el endeudamiento neto (activos menos 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 financialización 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.

Aceptar 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 sólo 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, sino, fundamentalmente, reducir el tamaño de los balances financieros, es decir, el tamaño de los activos y pasivos financieros. Obviamente, este proceso de de-financialización 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?

Cómo 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 éste que para numerosos autores, tanto ortodoxos como heterodoxos, estaría detrás de los principales desequilibrios domésticos y externos que padecen las economías europeas. Se muestra (Figura 1) la variación entre los años 2008 y 2016 del endeudamiento neto, medido como la diferencia entre el tamaño en porcentaje del PIB de los activos y pasivos financieros de los países miembros de la UE. La fuente de estos datos procede de los datos sobre “Financial Balance Sheets” elaborados por la Oficina Estadística Europa Eurostat.

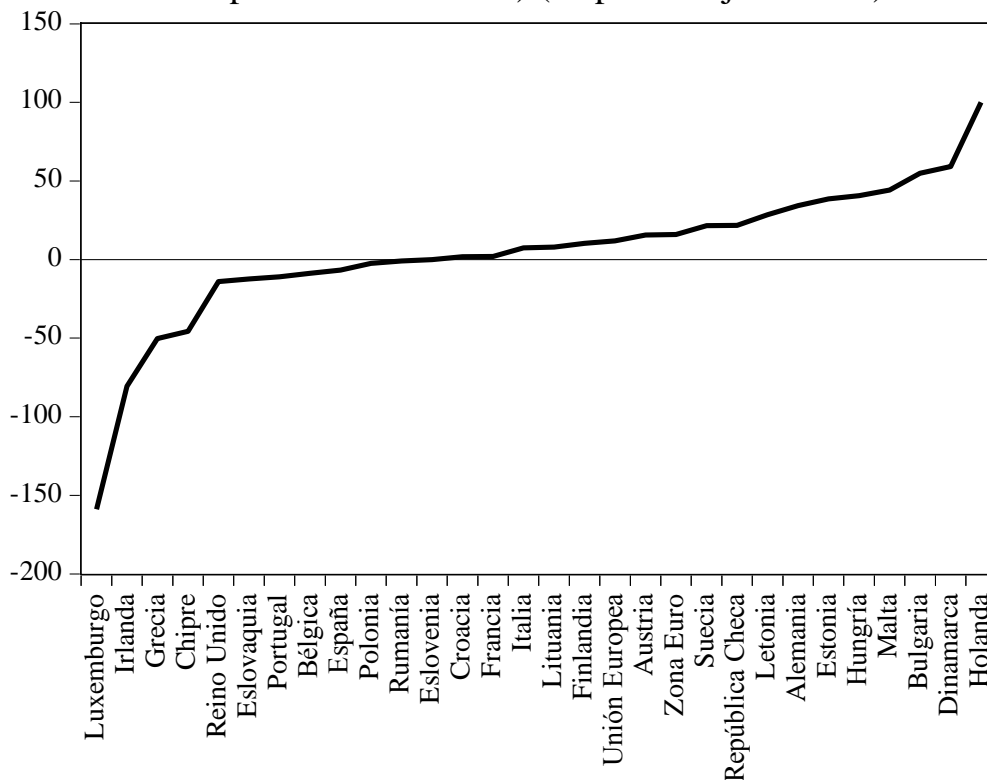
Los datos de la figura 1 muestran que el endeudamiento neto tanto del conjunto de la Unión Europea como de la Zona Euro se ha reducido desde el inicio de la Crisis Financiera Global. Ahora bien, este proceso no ha sido generalizado. De los veintiocho países actualmente integrantes de la Unión Europea, en doce de ellos el endeudamiento neto es mayor en el año 2016 que en 2008: Luxemburgo, Irlanda, Grecia, Chipre, Reino Unido, Eslovaquia, Portugal, Bélgica, España, Polonia, Rumanía y Eslovenia. 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 sólo de estas economías, sino para el conjunto de economías europeas y, por extensión, para el resto de economías mundiales.

Ahora bien, tal y como se ha planteado, los problemas del proceso de financiarización no sólo 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-financialización sea efectivo, la mejora en el endeudamiento neto debe venir acompañado de una disminución en el tamaño de los activos y de los pasivos financieros.

Figura 1

Variación entre los años 2008 y 2016 del endeudamiento neto (activos menos pasivos financieros) (en porcentaje del PIB)



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

Se muestra (Tabla 1) la variación entre los años 2008 y 2016 del tamaño de los activos y pasivos financieros y del endeudamiento neto de los 28 integrantes de la UE, de tal forma que podemos clasificar a los países europeos no sólo en función de la variación del endeudamiento neto sino también en función de cómo los activos y pasivos financieros han contribuido a la anterior variación.

Tabla 1

Variación del tamaño del endeudamiento neto (activos-pasivos financieros), de los activos financieros y de los pasivos financieros entre 2008 y 2016 (en porcentaje del PIB)

	Mejora del endeudamiento neto		Empeoramiento del endeudamiento neto	
	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros	Aumento de activos financieros	Descenso de activos financieros
Aumento de pasivos financieros	Unión Europea Zona Euro Bulgaria Croacia Dinamarca Finlandia Francia Holanda Hungría Italia Lituania Republica Checa Suecia		Chipre Eslovaquia Eslovenia España Grecia Irlanda Luxemburgo Polonia Portugal Rumanía	Bélgica
Descenso de pasivos financieros		Alemania Austria Estonia Malta		Reino Unido

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

El primer grupo de países lo forma Reino Unido. En este país, 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.

El segundo grupo de países lo forma Bélgica, en donde los activos financieros han disminuido al tiempo que han aumentado los pasivos financieros, deteriorando su posición financiera.

El tercer grupo de países está formado por Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Grecia, Irlanda, Luxemburgo, Polonia, Portugal

y Rumanía. En estos diez países, el deterioro del saldo financiero neto se produce por un aumento en el tamaño tanto en los activos como en los pasivos financieros, siendo mayor el aumento en el tamaño de los pasivos. Resulta evidente el riesgo que supone la situación financiera de estas economías, ya que el proceso de financialización no sólo se ha mantenido desde el estallido de la crisis financiera global sino que ha venido de un empeoramiento en su saldo financiero, introduciendo elementos de riesgo para la estabilidad económica y financiera.

En los otros dieciséis países (al igual que en el conjunto de la UE y la Zona Euro) el saldo financiero neto ha mejorado. Sin embargo, la causa de esta mejora no es la misma en todos los casos. En el cuarto grupo de países, formado por Bulgaria, Croacia, Dinamarca, Finlandia, Francia, Holanda, Hungría, Italia, Lituania, Republica Checa y Suecia la mejora en el saldo financiero neto viene acompañada de un aumento en el tamaño de los activos y pasivos financieros, mayor en el caso de los pasivos. Como ocurre en el tercer grupo de países, ésta es una situación de riesgo, el cual puede acentuarse en el caso en el que el saldo financiero empeore.

Tan sólo en el grupo quinto, formado por apenas cuatro países: Alemania, Austria Estonia y Malta, la mejora en el saldo financiero ha venido acompañada de una disminución de los activos y de los pasivos financieros. Es éste el único caso en el que podemos hablar de un verdadero proceso de de-financialización y, por lo tanto, de reducción de riesgos financieros y macroeconómicos a corto y medio plazo.

5. Resumen y conclusiones

El estallido, en primer lugar, de la Crisis Financiera Global y, de la posterior, Gran Recesión han sido la prueba más clara de que el proceso de financialización, alimentado por una intensa liberaliza-

ción 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) es excesivo.

Este tamaño excesivo de las finanzas no sólo tiene un efecto negativo sobre la actividad y el crecimiento económico. También es generador de desequilibrios financieros y reales domésticos e 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 Zona Euro. En este sentido, no es casualidad que haya sido la Zona Euro la región del planeta en la que los efectos adversos de la crisis financiera global hayan sido más profundos y duraderos.

En esta situación resulta clave para asegurar 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 donde la mejora en la posición financiera de las economías venga acompañada de una disminución en el tamaño de los sectores financieros

El estudio del comportamiento de los balances financieros de los países miembros de la UE entre los años 2008 y 2016, muestra que este objetivo está lejos de poder cumplirse a menos a corto plazo. Tan sólo en cuatro países (Austria, Alemania, Estonia y Malta) puede hablarse de un proceso claro de de-financiarización. En 22

países, se ha registrado un aumento en el tamaño de los activos y de los pasivos financieros, prueba de que el proceso de financiación sigue manteniéndose.

Esto implica 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

Referencias bibliográficas

- Arcand, J.L., Berkes, E. y 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. Annual Edition of International Papers in Political Economy*, Houndmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Bouis, R., Christensen, A.K. y Cournède, B. (2013), “Deleveraging: Challenges, progress and policies”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1077.
- Brown, A., Passarella, M.V. y Spencer, D. (2015), “The nature and variegation of financialisation: a cross-country comparison”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 127.
- Brown, A., Spencer, D. y Pasarella, M.V. (2017), “The extent and variegation of financialisation in Europe: A preliminary analysis”, *Revista de Economía Mundial / Journal of World Economy*, 46, pp. 49- 50.
- Carrasco, C.A. y Ferreiro, J. (2011), “Inflation targeting and economic performance: the case of Mexico”, *Panoeconomicus*, 58(5), pp. 675-692.
- Carrasco, C.A. y Ferreiro, J. (2013a), “Inflation targeting and inflation expectations in Mexico”, *Applied Economics*, 45(23), pp. 3295-3304.

- Carrasco, C.A., y Ferreiro, J. (2013b), “Inflation targeting in Mexico”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), pp. 341-372.
- Carrasco, C.A. y Ferreiro, J. (2014), “Latin American inflation differentials with the USA inflation: Does inflation targeting makes a difference?” *Journal of Economic Policy Reform*, 17(1), pp. 13-32.
- Carrasco, C.A. y Ferreiro, J. (2016), “An analysis of the determinants of the impact of the Great Recession on the Eurozone countries”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 149.
- Carrasco, C.A., Ferreiro, J., Gálvez, C., Gómez, C. y 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.
- Carrasco, C.A., y Patricia, P. (2015), “On the origin of European imbalances in the context of European integration”, *Panoeconomicus*, 62 (2), pp. 177–191.
- Carrasco, C.A. y Serrano, F. (2014), “Global and European Imbalances: A critical review”, *FESSUD Working Paper Series No. 42*.
- Cecchetti, S.G. y Kharroubi, E. (2015), “Why does financial sector growth crowd out economic growth?”, *Bank for International Settlements Working Papers*, No. 490.
- Cournède, B., Denk, O. y Hoeller, P (2015), “Finance and inclusive growth”, *OECD Economic Policy Paper*, No. 14.
- Creel, J, Hubert, P. y Labondance, F. (2014), “Financial stability and economic performance”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 35.
- Creel, J, Hubert, P. and Labondance, F. (2015), “Financial stability and economic performance in Europe”, *Economic Modelling*, 48, pp. 25 - 40.
- Dabla-Norris, E. y Srivisal, N. (2013), “Revisiting the link between finance and macroeconomic volatility”, *IMF Working Paper*, WP/13/29.
- Detzer, D. y Herr, H. (2014), “Theories of financial crises”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 25.
- Dodig, N. and Hansjörg Herr, H. (2015), “Current account imbalances in the EMU: An assessment of official policy responses”, *Panoeconomicus*, 62(2), pp. 193–216.

- 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.
- Esteban, M., Ferreiro, J. y Serrano, F. (2010), “Financial liberalization, growth and financial crisis”, en Fontana, G., McCombie y Sawyer, M. (eds.) *Macroeconomics, Finance and Money. Essays in Honour of Philip Arestis*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, pp. 282-294.
- Ferreiro, J. (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. (2016), “Macroeconomic lessons for EU”, speech given at the *FESSUD Final Conference*, Brussels, September 27-28.
- Ferreiro, J., Gálvez, C. y González, A. (2015), “Fiscal Policies in the European Union during the crisis”, *Panoeconomicus*, 62(2), pp. 131-155.
- Ferreiro, J., Gálvez, C., Gómez, C. y González, A. (2017), “Economic Crisis and Convergence in the Eurozone Countries”, *Panoeconomicus*, 64(2), pp. 223-244.
- Ferreiro, J., Gálvez, C., Gómez, C. y González, A. (2016), “Bank rescues and fiscal policy in the European Union during the Great Recession”, *Panoeconomicus*, 63(2), pp. 211-230.
- Ferreiro, J., Garcia del Valle, T., Gómez, C. y Serrano, F. (2011), “Is there a role for active fiscal policies? Supply-side and demand-side effects of fiscal policy”, en Arestis, P. (ed.) *Microeconomics, Macroeconomics and Economic Policy*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, pp. 191-207.
- Ferreiro, J. y 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.
- Ferreiro, J., Gómez, C. y Landeta, J. (2016), “The future expansion and proliferation of finance”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 160.

- Ferreiro, J. y Serrano, F. (2011) “The impact of the current crisis on emerging market and developing countries”, en Arestis, P., Sobreira, R. y Oreiro, J.L. (eds.) *An Assessment of the Global Impact of the Financial Crisis*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, pp. 108-134.
- Fine, B. (2013), “Towards a material culture of financialisation”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 15.
- García-Arias, J., Horn, L. y Toporowski, J. (2017), “Perspectives on financialisation and crises in Europe”, *Revista de Economía Mundial / Journal of World Economy*, 46, pp. 17-26.
- 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.
- Hein, E. (2015b), “Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective”, *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), pp. 907-934.
- Hein, E. y Truger, A. (2014), “Fiscal policy and rebalancing in the Euro Area: A critique of the German debt brake from a Post - Keynesian perspective”, *Panoeconomicus*, 61(1), pp. 21–38.
- Hein, E. y 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. y Dodig, N. (2014), “Financialisation, distribution, growth and crises. Long-run tendencies”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 23.
- Hein, E., Detzer, D. y Dodig, N. (eds.) (2015), *The Demise of Finance-Dominated Capitalism. Explaining the Financial and Economic Crises*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Hein, E., Detzer, D. y Dodig, N. (eds.) (2016), *Financialisation and the Financial and Economic Crises. Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Law, S.H. y Singh, N. (2014), “Does too much finance harm economic growth?”, *Journal of Banking & Finance*, 41, pp. 36 - 44.
- Montanaro, E. (2016), “Central Banks and financial supervision: New tendencies”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 134.
- Saidi, H., Rachdi, H. y Mgadmi, N. (2017), “Revisiting the role of governance and institutions in the impact of financial liberalization on

- economic growth using the PSTR model”, *Panaeconomicus*, 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.
 - Sawyer, M. (2015), “Financialisation, financial structures, economic performance and employment”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 93.
 - Sawyer, M. (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.
 - Tyson, J. y McKinley, T. (2014), “Financialization and the developing world: Mapping the issues”, *FESSUD Working Paper Series*, No. 38.

Recibido 30 de junio de 2018

Aprobado 15 de julio de 2018