



Keynes y la crisis financiera actual

Antonio Torrero Mañas



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social

"El Ensayo es la ciencia menos la prueba explícita"

Ortega y Gasset (1914) Meditaciones del Quijote

Serie Ensayos

ISSN: 1988-1606

La serie Ensayos que edita el Instituto de Análisis Económico y Social (IAES) incluye avances relacionados con alguna de las investigaciones de los proyectos actualmente en curso en el Instituto o bien aporta reflexiones sobre aspectos de especial actualidad relativos al desarrollo económico y social.

Las características clave de la publicación *Ensayos* es el rigor en el tratamiento de los temas, la relevancia de los mismos y la aportación personal de sus autores. Su objetivo básico es servir de marco para la reflexión, de cauce para el debate y de avance en la controversia, compartiendo la definición de Ensayo que establece Ortega.

Las publicaciones del IAES pueden consultarse gratuitamente en:

http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm

Foto de la portada: Bettmann/CORBIS a través de vk.com



Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid
Telf. (34)918855225 Fax (34)918855211 Email: iaes@iaes.es. WEB: www.iaes.es

Resumen

La obra de Keynes me parece inspiradora para analizar la crisis financiera internacional por los cuatro motivos siguientes:

- 1) Era un experto en finanzas. Seguidor atento de la evolución de los mercados.
- 2) La incertidumbre y las expectativas son un componente esencial de su pensamiento.
- 3) Fue observador en primera línea de la Gran Depresión.
- 4) Participó muy activamente en la creación de las instituciones internacionales que regularon las tres décadas posteriores a la segunda Guerra Mundial.

Creo que Keynes hubiera contemplado sin gran sorpresa el desastre financiero actual, puesto que las ideas que han sustentado el hiperdesarrollo y la internacionalización de las finanzas, han sido las contrarias a las que él había sostenido en su madurez. Me parece que hubiera seguido, con alarma creciente, los excesos que han conducido a la crisis actual. Si tuviera que elegir una persona que encarnara los principios contrarios a los de Keynes, en lo que se refiere a las finanzas, votaría por Greenspan. Destacaría, sobre todo, en Greenspan, su extraordinaria confianza en la bondad del mercado financiero como asignador, y en su capacidad de autorregulación. En Keynes resaltaría su desconfianza, también extraordinaria, respecto a que la inversión, la variable esencial, se confiara a una institución que, como aludía en la Teoría General, se asemejara a un casino.

PALABRAS CLAVE: Teoría General, crisis financiera, riesgo, incertidumbre, finanzas y globalización financiera

Abstract

I consider Keynes's work inspiring to discuss the international financial crisis on the following four reasons:

- 1) He was a financial expert and attentive follower of the evolution of the markets.
- 2) Uncertainty and expectations were an essential component of his thinking.
- 3) He was a first row observer of the Great Depression.
- 4) He participated very actively in the creation of the international Institutions that regulated the three decades that followed the Second World War.

I think Keynes wouldn't have been surprised by the current financial disaster, since the ideas that have underpinned the overdevelopment and the internationalization of finance were opposite to those he had expressed in his maturity. I think he would have followed with growing alarm the excesses that led to the current crisis.

If I had to choose a person who represents all the principles contrary to the ones of Keynes, regarding finance, I would vote for Greenspan. I would highlight his extraordinary trust in the goodness of the financial market as allocator and its capacity to autoregulate.

In Keynes I would highlight his reluctance, extraordinary too, to entrust the investment, the key variable, to an institution that, as he alluded in the General Theory, resembled a casino.

KEY WORDS: General Theory, financial crisis, risk, uncertainty, finance and financial globalization

El autor

Antonio Torrero Mañas.

Comienza su carrera profesional en MAPFRE Mutualidad de Seguros donde ocupó cargos directivos en sociedades de inversión. Ha sido Consejero Delegado de AGECON (Asesoramiento y Gestión Económica), Presidente del Banco Hipotecario de España, Presidente de Reit S.A., Consejero del Instituto Nacional de Hidrocarburos y Consejero del Banco Español de Crédito hasta la intervención de la entidad en 1993. Ha sido profesor de la Universidad Complutense y de la Universidad de Málaga. En la actualidad es Catedrático Emérito de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá.

Los últimos libros publicados son:

- 📖 La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero (1998, Civitas, Madrid).
- 📖 La Burbuja Especulativa y la Crisis Económica de Japón (2003, Témpora, Madrid).
- 📖 Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios (2006, Marcial Pons, Madrid).
- 📖 Revolución en las Finanzas (Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera) (2008, Marcial Pons, Madrid).
- 📖 La crisis financiera internacional. Cuarto año (2011, Marcial Pons, Madrid).
- 📖 La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española. Seis conferencias (2011, Marcial Pons, Madrid).
- 📖 Keynes y la crisis financiera actual (en proceso de preparación).

CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	11
2. EXPERIENCIA DE KEYNES COMO INVERSOR Y ASESOR FINANCIERO.....	18
2.1 La formación de Keynes como economista	18
2.2 Experiencia de Keynes como inversor y asesor financiero	21
2.2.1 Desconfianza en la renta fija.....	23
2.2.2 Preferencia por la inversión en acciones	24
2.2.3 Fracaso de la inversión según el ciclo del crédito.....	26
2.2.4 Concentración de la cartera.....	28
2.2.5 Inversión con un horizonte de largo plazo.....	29
2.2.6 Contraste entre su experiencia inversora y su visión de la economía	29
3. LAS GRANDES CUESTIONES QUE PLANTEA LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL.....	30
3.1 Efectos desestabilizadores de la especulación excesiva en los mercados bursátiles	37
3.2 Consecuencias de la incertidumbre	41
3.3 Importancia y efectos de la liquidez en los mercados	50
3.4 Internacionalización de las finanzas.....	52
3.4.1 La internacionalización de los movimientos de capital	54
3.4.2 Ajuste entre países con déficits y superávits	59
4. INVERSORES Y ACADÉMICOS INFLUIDOS POR LA VISIÓN FINANCIERA DE KEYNES	62
4.1 Inversores disidentes en cuanto a la gestión de la inversión.....	63
4.1.1 W. Buffet.....	64
4.1.2 G. Soros.....	66
4.2 Académicos que se han inspirado en las ideas de Keynes	67
4.2.1 H.P. Minsky	68
4.2.2 J.E. Stiglitz	71
4.2.3 P. Davidson	74

5. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL.....	76
5.1 La globalización de las finanzas.....	76
5.2 Situación actual de las finanzas	80
6. KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL	90
7. NOTA FINAL.....	93
8. BIBLIOGRAFÍA CITADA	97

“As you said, I am becoming more fashionable again...”

Carta de Keynes a L. Lopokova el 25-11-1929. Moggridge
(1992, p. 481)

1. INTRODUCCIÓN¹

Este es el quinto año que me dirijo a los alumnos de mi Facultad para hablarles de la crisis financiera que ha cumplido precisamente un quinquenio. En los cuatro años anteriores he intentado hacer un seguimiento de la perturbación, destacando los aspectos que me parecían más importantes cada año de un fenómeno que ha ido aumentando en gravedad y extensión internacional.

La literatura sobre la crisis financiera es abrumadora. Empieza a advertirse algún consenso sobre el origen y características básicas de la conmoción. Se coincide en su naturaleza financiera y que tuvo su origen en los Estados Unidos, pero en los análisis los matices son muy importantes y conllevan sesgos ideológicos inevitables, si se tienen en cuenta los intereses concernidos y la distinta visión de los analistas. Considérense temas como la naturaleza pública o privada en el origen del desastre, el alcance regulatorio para evitar este tipo de catástrofes o la calificación exógena o endógena de la crisis.

Este último asunto tiene singular importancia. Los principales responsables de las finanzas, y de la gestión de la crisis –Greenspan, Bernanke, Paulson, Geithner– han puesto el acento en la coincidencia de una serie de hechos de carácter muy improbable que han dado lugar a una “tormenta perfecta”; ha sido –según ellos– un accidente de carácter excepcional.

¹ Este ensayo contiene todo el material utilizado para la impartición de dos Conferencias que sobre el tema de Keynes y la crisis financiera actual dio el autor los días 16 y 18 de octubre de 2012 en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Alcalá

Otras interpretaciones, sin embargo, apuntan hacia la naturaleza endógena del proceso. Las finanzas generan ciclos puesto que se va alterando la visión de los agentes respecto al futuro; de ahí el interés por la obra de Minsky y su hipótesis de la inestabilidad financiera. Este economista que murió en 1996 no tuvo gran reconocimiento en vida; la crisis ha puesto de relieve su aportación que se centra en la magnitud del endeudamiento (apalancamiento) de los agentes en relación a la capacidad de generar recursos para atender al servicio de la deuda, y en la confianza-desconfianza con la cual se contempla esta capacidad en el futuro.

Cuando entramos en el sexto año de la crisis no se atisba claridad en aspectos fundamentales: ¿Cuánto durará la crisis? ¿Cómo se resolverán los excesos del endeudamiento público en los que se está incurriendo para cubrir las pérdidas de las instituciones financieras? ¿Qué tipo de organización institucional de alcance internacional debería establecerse para regular y supervisar los sistemas financieros y evitar desastres como el que nos asola? ¿Cuál es nuestra responsabilidad, la de los economistas, en no advertir la vulnerabilidad del entramado financiero que ha provocado la catástrofe? ¿Por qué no aportamos soluciones ahora que reduzcan el riesgo sistémico?

Estos interrogantes son fundamentales y no tenemos respuesta. Se están analizando las posibles opciones, los pros y los contras, las posibilidades reales de que puedan implementarse las alternativas que se proponen, y rastreamos en las experiencias del pasado y en las aportaciones de nuestros maestros, buscando inspiración para el análisis.

Estamos inmersos en una crisis financiera de gran calado. Las propuestas de reforma se han limitado a intentar taponar las grietas más visibles en la regulación a partir de la experiencia traumática, a poner énfasis en el riesgo sistémico, y a enunciar la necesidad de estrechar la colaboración entre los países dada la globalización de las finanzas.

Estamos desconcertados. Esta perplejidad es parecida a la que tuvo el mundo en la Gran Depresión. La situación actual es, sin embargo, mucho más compleja: la interrelación entre instituciones financieras y países es mucho mayor; lo es también la sofisticación de los activos e instrumentos financieros; asimismo la dependencia de la liquidez y el peso de los mercados en la intermediación financiera es más acusado.

En el desconcierto, volvemos nuestra mirada al pasado, y encontramos como referencia básica a la Gran Depresión. De esa experiencia ha quedado una herencia clara: cualquier cosa antes que exponernos a un desastre de esa magnitud. Por eso no se ha dudado en inundar el mundo de liquidez, y ante los avisos del potencial inflacionista que entrañan los gigantescos déficits se dice una cosa, y se piensa otra que nadie se atreve a explicitar por miedo a perder su respetabilidad.

Lo que se argumenta es lo dicho: evitar otra Gran Depresión a cualquier precio; lo que se oculta cuando se expone el temor inflacionista, es que la inflación es el medio más utilizado en la historia de reducir la carga real de la deuda y, en cualquier caso, el mayor riesgo es la deflación.

Además de la Gran Depresión, la segunda referencia es el caso de Japón. Como consecuencia de la colosal burbuja que estalló en 1990, la evolución de los precios ha sido inquietante: entre 1995 y 2008 el nivel de precios bajó un 13% en tanto que en esos años subió un 26% en el mundo industrializado. En la etapa 1992-2008, en todos los años (excepto 1996) el crecimiento de Japón se situó muy por debajo del resto de los países, particularmente de los Estados Unidos, su gran mercado exportador (Van Overtveldt, 2009, p. 83).

¿Miedo a la inflación en Japón? Muchos analistas ruegan justo por lo contrario: que se produzca un alza moderada del nivel de precios. Lo que piensan algunos economistas, críticos con la corriente dominante pero de prestigio, como Krugman (2012) es que una inflación moderada, doble de la actual, esto es entorno al 4%² (la que predominó durante el segundo mandato de Reagan) ayudaría en la situación actual en un triple frente:

- a) Aliviaría las limitaciones impuestas por el hecho de que las tasas de interés no pueden bajar por debajo de cero.
- b) Podría ayudar a reducir el valor real del stock de deuda existente.
- c) En los salarios europeos coadyuvaría a la disminución de los salarios reales, rígidos a la reducción nominal (pp. 174 y 176).

² La misma proposición en O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, y P. Mauro (2010).

El planteamiento de Krugman recuerda al de Keynes en el tercer año de la Gran Depresión:

“En los Estados Unidos son casi inconcebibles los disparates que un hombre público debe decir si desea que se le considere respetable. Banqueros serios y sensatos, que como hombres de sentido común intentan hacer lo que pueden para nadar contra la corriente de liquidación y estimular las fuerzas de la expansión, tienen que ir asegurando a todo el mundo su convicción de que no hay un peligro serio de inflación, cuando lo que realmente piensan es que no ven bastantes fundamentos para tener esperanza en esa dirección” (1932, p. 62)³

De manera que ante la crisis financiera actual son dos los peligros a evitar: otra Gran Depresión y un largo período de estancamiento a causa de la deflación, como ha sido el caso más reciente de Japón.

Como he dicho antes, revisamos la historia y también las aportaciones de nuestros maestros, y Keynes vuelve a la actualidad. Skidelsky (2009), su principal biógrafo, titula su reciente libro: *El retorno del maestro*, y centra su atención en la incertidumbre que considera clave en la visión de Keynes de la economía y de la sociedad:

“Lo que distingue la teoría de Keynes de la línea fundamental de pensamiento sobre los mercados financieros es la distinción que hace entre riesgo e incertidumbre. Si en los mercados financieros simplemente existe riesgo, la reforma importante es desarrollar mejores medidas del riesgo y de sus técnicas de gestión; y si fuera necesario, imponerlas a las instituciones financieras. Si, por otra parte, existe incertidumbre irreducible en las operaciones financieras, el Estado tiene un papel adicional, que es proteger al conjunto de la economía contra las consecuencias de la incertidumbre” (p. 174)⁴.

³ Todas las citas de la obra de Keynes corresponden a la edición de los *Collected Writings*. En el texto se cita el año de la primera publicación y la página. En el Bibliografía se precisa el título del trabajo, el volumen de los *Collected Writings* y las páginas correspondientes.

⁴ En 1921 publica Keynes su *Treatise on Probability*; en ese mismo año publica Knight su obra fundamental: *Risk, Uncertainty and Profit* distinguiendo con nitidez el riesgo, susceptible de medición al disponer de una distribución de probabilidad, de la incertidumbre, en las situaciones que en que esto no es posible.

Acierta, a mi juicio, Skidelsky al poner énfasis en la incertidumbre como punto esencial de la visión y de la actualidad de Keynes. Se evoca, sin embargo, al economista inglés para justificar e incluso aplaudir los fortísimos incrementos de los déficits públicos, puesto que se anima la demanda debilitada por la crisis. Esas ideas corresponden a la consideración de Keynes como economista poco riguroso con las finanzas públicas, al Keynes proclive a la inflación en cualquier situación.

Especial trascendencia tiene la Gran Depresión que aparece ligada al principal libro de Keynes. En efecto, Keynes concibe la Teoría General bajo la influencia de la Gran Depresión. Este es un aspecto que no debe olvidarse: Keynes vive en un *tiempo*, tiene la experiencia de ese *tiempo* y busca dar respuestas a los problemas de ese *tiempo*.

Un libro del profesor Rojo: “Keynes, su tiempo y el nuestro” (1984), expresa con claridad la trascendencia del tiempo en el cual se conciben las ideas y se proponen las soluciones. El profesor Rojo, recientemente fallecido, ha sido el principal introductor de la obra de Keynes en España. El libro citado es magnífico (ha sido oportunamente reeditado este año) y no ha perdido frescura ni actualidad.

Permítaseme que reproduzca un párrafo de un artículo suyo: “Keynes y los problemas de hoy” (1980), escrito en otro momento de desconcierto en el mundo (el alza de los precios energéticos) en el que se evocaba la figura de un salvador que analizara la compleja situación y propusiera remedios. Advertía Rojo:

“Con esto sólo quiero señalar lo obvio: que sería bueno que Keynes estuviera vivo y entre nosotros para afrontar los problemas actuales, y que lo sería no porque, en tal caso, Keynes fuera a encontrar soluciones a esos problemas aplicando sus ideas formuladas en los años treinta, sino justamente por lo contrario: porque su temperamento realista e intuitivo le llevaría a enfocar los problemas actuales sin intentar reducirlos a experiencias y moldes pasados –es decir, sin caer en el error al que sucumbieron la mayoría de los economistas en la Gran Depresión–; porque su inteligencia, poco respetuosa con las ideas heredadas y siempre dispuesta a revisar las propias, le induciría a reconsiderar su pensamiento para adaptarlo a un nuevo contexto; y porque su espíritu crítico mostraría el mayor

interés en desvelar los puntos en que la aplicación de las doctrinas keynesianas –con base en su obra o abusando de ella– puede conducir a errores en las circunstancias actuales” (p. 275).

Efectivamente se ha abusado de la referencia a Keynes o a lo keynesiano para calificar actuaciones que eran conformes, no con el pensamiento del economista inglés sino con los intereses de los políticos que las proponían. Permítanme que aluda a dos casos:

1º) En España, cuando la crisis financiera era más intensa, con un apalancamiento de los agentes alarmante y un ritmo de apelación al endeudamiento con el exterior insostenible, se implementó un programa apresurado de pequeñas obras públicas en multitud de municipios con la intención de promover empleo. Ese programa, apresurado, con cargo a un déficit público descontrolado, tuvo un efecto efímero sobre la actividad económica y el empleo, pero inquietante y duradero para los mercados financieros que proporcionaban los recursos, y contemplaban asombrados e inquietos la utilización de la financiación que proporcionaban. Ese estrafalario programa intento legitimarse con el ropaje keynesiano. Dudo mucho que el realismo de Keynes avalara una actuación tan improvisada como perjudicial.

2º) En la crisis financiera internacional los Gobiernos y los Bancos Centrales de los principales países han inundado de liquidez a las economías para contrarrestar el desplome de los activos mobiliarios e inmobiliarios, aliviar la situación de las instituciones financieras, y sustituir la liquidez que había desaparecido de los mercados. En el discurso de homenaje a Friedman en 2002, con ocasión de su noventa cumpleaños, Bernanke reconoció y agradeció el diagnóstico de la Gran Depresión del gran economista de Chicago. Prometió que no volvería a permitirse de nuevo un desplome de la oferta monetaria como el que se produjo entonces.

Así sucedió y a partir del 2008 Bernanke impulsó una gran expansión monetaria, que continúa en la actualidad, conteniendo la caída de la producción y, sobre todo, el pánico que se había apoderado de los mercados a partir de la caída de Lehman Brothers. Esa actuación cabría calificarla de inspirada por Friedman y ejecutada por Bernanke, pero con frecuencia se atribuye a Keynes; a todo lo que sea expansión monetaria, aumento del déficit, o impulso a la inversión pública se le pone la etiqueta de keynesiano.

Entiéndaseme bien: Me parece que la expansión monetaria fue la respuesta adecuada (seguramente la única posible), dadas las circunstancias. Así lo entiende también Padoa-Schioppa (2010, p. 2). Me atrevo a suponer que sería conforme al pragmatismo de Keynes ante el panorama financiero desolador, pero dudo mucho que Keynes se hubiera detenido ahí; probablemente se hubiera mostrado muy crítico con las políticas que habían conducido a esa situación. Este aspecto, que me parece fundamental, espero reforzarlo en la exposición que sigue.

Conviene, pues, no alterar el punto de mira. Los déficits generalizados, que están alcanzando magnitudes difíciles de controlar, no se están generando sólo por la pretensión de los gobiernos de fortalecer la demanda debilitada por la crisis financiera. Se incurre en ellos para cubrir las consecuencias financieras del desplome de la valoración de activos. La consecuencia de la desregulación, de los incentivos perversos a los agentes económicos, en un mundo financiero globalizado ha provocado una crisis sistémica que es preciso atajar por todos los medios, poniendo en segundo término los costes de la corrección de los excesos actuales. Recurrir a la obra de Keynes para justificar los déficits actuales me parece que es pervertir su mensaje central.

La crisis financiera ha obligado a adoptar medidas aún más excepcionales: la nacionalización de entidades bancarias en los países que, además, eran los principales defensores del libre mercado. Esa actuación, ejemplo claro de intervencionismo, no se hizo con objeto de influir en la asignación de los recursos, no respondió a la querencia que se atribuye a Keynes de ensanchar la esfera de lo público, sino que fue un expediente forzado por la virulencia de la crisis financiera. Se presta a la ironía que Greenspan, el gran adalid de la libertad, fuera uno de los que defendieron la nacionalización de las entidades bancarias con graves problemas derivados de la propia crisis financiera, lo cual demuestra, por otra parte, pragmatismo y valentía.

La obra de Keynes me parece inspiradora para analizar la crisis financiera internacional por los cuatro motivos siguientes:

- 1) Era un experto en finanzas. Seguidor atento de la evolución de los mercados.
- 2) La incertidumbre y las expectativas son un componente esencial de su pensamiento.
- 3) Fue observador en primera línea de la Gran Depresión.

- 4) Participó muy activamente en la creación de las instituciones internacionales que regularon las tres décadas posteriores a la segunda Guerra Mundial.

En el apartado que sigue, revisaré la experiencia de Keynes como inversor y asesor financiero. Lo hago con la idea de intentar mostrar su visión de las finanzas y plantear como me parece que hubiera considerado las ideas predominantes en la actualidad, si las suyas no hubieran evolucionado respecto a las que mantenía al final de su vida.

2. EXPERIENCIA DE KEYNES COMO INVERSOR Y ASESOR FINANCIERO

2.1 La formación de Keynes como economista⁵

La correspondencia recogida en los *Collected Writings* muestra que la vocación de Keynes por la economía fue algo tardía y espoleada no tanto por las presiones de Marshall, como por los deseos de Keynes de abandonar la burocracia de su empleo en el servicio público y retornar a Cambridge.

Sus biógrafos han destacado cómo Keynes comenzó la lectura de los *Principles* de Marshall en 1905, y que leyó a Adam Smith en 1910. De hecho, en los años cruciales de su formación (1906-1911), entre los 23 y 28 años, Keynes dedicó la mayor parte de su energía intelectual a su teoría de la probabilidad, aunque dejara a un lado este trabajo para ocuparse de otras obligaciones a partir de 1911, para retomarlo en 1920 y dar los últimos retoques previos a la publicación del año siguiente. Su primer biógrafo destaca que Keynes “tenía un conocimiento de la literatura sobre probabilidades mayor del que jamás adquirió sobre sus estudios de economía” (Harrod, 1951, p.165). Según Hayek (1966) las ideas de Keynes:

“... estaban fundamentadas enteramente en la economía marshalliana, que era de hecho la única economía que conocía. Keynes había leído ampliamente en muchas áreas, pero su educación en economía era más bien reducida” (p. 241).

⁵ En la redacción de este punto he utilizado material de mi libro sobre Keynes (Torrero, 1998).

Dos acontecimientos marcarían su formación y orientación como economista. En 1911 fue nombrado editor del *Economic Journal*, cargo que desempeñó con gran dedicación: la lectura de originales y las sugerencias de revisión le ocuparon mucho tiempo y jugarían un papel fundamental en su formación como economista. El segundo evento fue la colaboración de Keynes con el Tesoro durante la primera guerra mundial. La familiaridad con los flujos comerciales y financieros influiría en su visión de la economía y en su actividad como inversor en la post-guerra.

Creo interesante destacar la importancia del *Treatise on Probability* (1921) no tanto en la obra económica de Keynes como en su pensamiento, puesto que sus ideas son básicas para comprender la trascendencia de la incertidumbre.

KEYNES sólo se refiere a su libro sobre probabilidad en la Teoría General, y en nota a pie de página, para subrayar la diferencia entre “muy incierto” y “muy improbable” (1936, p. 148) en el muy significativo capítulo 12: “El Estado de las Expectativas a Largo Plazo”. Sin embargo, estoy muy de acuerdo con la interpretación reciente que se ha impuesto destacando la trascendencia de las ideas de Keynes sobre probabilidad que subyacen en su vida y en sus escritos de economía.

La significación de la probabilidad en la aportación de Keynes a la economía es, no obstante, un tema reciente. En la edición de los *Collected Writings* (comenzada en 1971 y culminada en 1989 con el volumen XXX: *Bibliography and Index*), los editores planearon editar de nuevo todos los trabajos ya publicados de Keynes y una selección del material no publicado que estuviera relacionado con su vida profesional como economista. Para enfatizar la singularidad del *Treatise on Probability* se publicó fuera de su orden cronológico y después de sus libros de economía, como el volumen VIII y no como el III que le hubiera correspondido por el orden en que fue publicado. En contraste, además, con el *Tratado sobre el Dinero y la Teoría General*, la nueva edición del libro sobre probabilidad no fue acompañada de la correspondencia consiguiente, como en el resto de sus libros. Esta fue la línea seguida por Harrod, situar el libro de probabilidad al margen de su obra de economía; no sería ese el planteamiento de sus dos principales biógrafos posteriores: Moggridge (1992) y Skidelsky (1983, 1992 y 2000), que destacan la trascendencia de los estudios sobre probabilidad de Keynes para comprender la visión que subyace en su planteamiento de los

problemas y en las propuestas de actuación⁶.

La cuestión de la probabilidad para Keynes no era una construcción puramente teórica:

“La importancia de la probabilidad únicamente puede derivarse del juicio *racional* de que sirva de guía para la acción; y una dependencia práctica de la misma sólo puede estar justificada por el juicio de que *debemos* considerarlo en alguna medida para actuar. Por esta razón, la probabilidad es para nosotros la “guía de la vida”...” (1921, pp. 341 y 356).

La formación de Keynes como economista fue, por tanto, muy peculiar. Los pivotes claves son, en mi opinión: 1) el conocimiento exhaustivo de la obra de Marshall; 2) la atención que presta desde el principio a los temas monetarios y financieros; 3) su experiencia como inversor y asesor financiero; y 4) su vocación de reformador social, participando y tomando partido en los acontecimientos principales que tuvieron lugar en el mundo y en el Reino Unido.

Es muy significativo que en la contestación de Keynes a los críticos de la *Teoría General* de 1937 ponga el énfasis en la incertidumbre como clave de su aportación. Permítaseme que acote algunas ideas que me parecen de plena actualidad: a) el énfasis en destacar que el pensamiento clásico razonaba como si el futuro fuera conocido: “Acuso a la teoría económica clásica de ser una de esas técnicas amables y elegantes que intentan tratar el presente abstrayéndose del hecho que conocemos muy poco del futuro” (p. 115); b) la incertidumbre tiene una importancia fundamental en nuestras decisiones financieras: “La posesión de dinero aplaca nuestras inquietudes; y el premio que requerimos para abandonar su posesión es la medida del grado de nuestra inquietud” (p. 116), y c) el volumen de inversión resultante de decidir en condiciones de incertidumbre puede fluctuar ampliamente: “No es sorprendente que el volumen de inversión así determinado fluctué con amplitud de tiempo en tiempo” (p. 118).

⁶ El lector interesado en la atención reciente que ha recibido este tema puede acudir a las biografías citadas y a mi libro (Torrero, 1998). Roncaglia (2009) ha publicado una aportación valiosa y actualizada sobre la cuestión.

2.2 Experiencia de Keynes como inversor y asesor financiero

Dado el objetivo de este trabajo, creo que tiene importancia considerar el conocimiento directo de Keynes de los mercados financieros. No son muchos los economistas que tengan la experiencia de ser, al mismo tiempo, participantes activos en los mercados y tener inquietud por los efectos que se derivan de su funcionamiento sobre la economía y la sociedad.

Otros economistas han tenido conocimientos financieros prácticos; Cantillon, Ricardo, tan alejado por otra parte de la visión de Keynes, se enriqueció como corredor de bolsa, pero en unos mercados en los que la renta variable apenas tenía trascendencia, y la renta fija se concentraba en la deuda pública; Samuelson ha sido un inspirador clave en la revolución financiera de las tres últimas décadas amparando en buena medida la hipótesis de los mercados eficientes; y Stiglitz, ha prestado especial atención a la regulación financiera y especialmente a los efectos de la información asimétrica, considerando los efectos económicos de las finanzas y de la crisis financiera actual ⁷.

Especial consideración merece Irving Fisher. La desgraciada profecía sobre la estabilidad del precio de las acciones en vísperas del crack de 1929 no debe empañar la contribución del gran economista de Yale, en especial para descifrar los mecanismos que agravaron la Gran Depresión. La espiral deflación-deuda está plenamente de actualidad⁸. Los efectos de la baja del nivel de precios sobre la capacidad de pago de los deudores fue un factor decisivo en la dinámica de la Gran Depresión; los intentos del desapalancamiento para reducir la deuda agravaron la situación de los mercados.

Al destacar la familiaridad de Keynes con las finanzas prácticas no querría que se entendiera como imprescindible esa experiencia para aportar ideas esclarecedoras en el terreno financiero. Un buen ejemplo es otro economista de Yale, Tobin, que se autocalifica como economista de torre de marfil ⁹ lo cual no impidió que tuviera conciencia temprana de los excesos de las finanzas, en particular de su exagerado crecimiento, así como de la conveniencia de suavizar la velocidad internacional de las finanzas privadas, que se expansionaban con mucha mayor rapidez que los mercados de bienes y servicios.

⁷ El lector interesado puede recurrir a J.P. Raines y C.G. Leathers (2000).

⁸ I. Fisher (1933).

⁹ En declaraciones a R.J. Shiller (1999).

Merece la pena apuntar, de la mano de Bernstein (1992, p. 305), que las innovaciones más importantes en las finanzas las han gestado autores que no estaban implicados en los mercados como actividad fundamental. Ya he hecho referencia a Tobin. Samuelson se refería a las finanzas como una ocupación de la pintura de los domingos, F. Black, M. Scholes, y R. Merton cambiaron el mundo de las finanzas a partir de ecuaciones diferenciales. Todos ellos contemplaban la escena desde la terraza de la torre de marfil, aunque con resultados y consecuencias bien distintas a las previstas por sus aportaciones.

Lo que distingue a Keynes como un economista muy especial es la conjunción de los cuatro aspectos siguientes: a) era un experto en los mercados financieros modernos; de hecho, como haré referencia más adelante, fue un pionero en la inversión en acciones por los inversores institucionales; b) el seguimiento de los mercados no era una actividad marginal ni complementaria; el estudio de los mercados, de todos, esto es, divisas, valores mobiliarios y mercancías ¹⁰, incluido el oro, ocupó una parte importantísima de su jornada laboral; c) se planteó los efectos del funcionamiento de los mercados sobre la sociedad y la economía, y d) asistió en primera fila, como economista, periodista, inversor y asesor al drama de la Gran Depresión.

Me parece importante subrayar que el conocimiento de Keynes y la experiencia en finanzas se centra en las parcelas más relacionadas con la crisis financiera actual: las ligadas a los mercados y a los productos derivados tanto de activos financieros como de mercancías. Además, enfocaba las finanzas desde la perspectiva de un inversor por cuenta propia pero, sobre todo, desde la óptica de gestor de patrimonios ajenos; esta faceta de gestor profesional es fundamental para entender la crisis financiera actual, puesto que los gestores, sus principios de actuación y sus propios intereses son claves para comprender los movimientos de los mercados.

La imagen que nos da su primer biógrafo (Harrod, 1951) de un Keynes que desde su cama despachaba las órdenes bursátiles en unos minutos, para dedicarse después a los asuntos económicos y sociales importantes, no responde a la realidad. Keynes dedicó mucho tiempo a recopilar estadísticas y a estudiar la evolución de los mercados. Esa actividad se percibe con claridad a través de su obra económica y es palpable en su Teoría General.

¹⁰ L. Fantacci, M.C. Marcuzzo y E. San Filippo (2010).

Keynes experimentó cambios muy notables en su forma de pensar respecto a temas cruciales; por eso es tan fundamental precisar la fecha de sus escritos. En cuanto a sus ideas como inversor y asesor, el cambio fue radical. Para expresarlo con brevedad; Keynes pasó de una confianza prepotente en su capacidad para invertir aprovechando, o siguiendo, la evolución del ciclo económico, a mostrar serias dudas al respecto, inclinándose por la selección adecuada de las empresas, considerando sus fundamentos económicos, con una perspectiva de mantenimiento a largo plazo.

Conocemos la actividad de Keynes como analista de mercados, inversor y asesor gracias a la cuidadosísima edición de Moggridge del Vol. XII (1983) de los *Collected Writings*; podemos seguir ahí la evolución de las ideas de Keynes sobre los diferentes activos y las reflexiones sobre los criterios para decidir las inversiones¹¹. La síntesis que expongo a continuación intenta destacar las ideas fundamentales de Keynes respecto a los mercados financieros.

2.2.1 Desconfianza en la renta fija

Cuando Keynes inicia lo que podíamos denominar la etapa profesional de su actividad inversora después de la primera guerra mundial, una de sus preocupaciones fundamentales sería la suerte de los inversores en renta fija, cuestión que le inquietaba aún más que antes de la guerra, teniendo en cuenta la explosión de la deuda pública emitida por su país como consecuencia del conflicto. Es muy significativo que el primer capítulo del *Tratado sobre la reforma monetaria* (1923) tenga como objetivo “Las consecuencias para la sociedad de cambios en el valor del dinero”. El análisis de Keynes muestra que la gran estabilidad de la deuda pública inglesa en el siglo XIX, que se consideraba la opción más segura, había dejado de serlo. De hecho, buscando precisamente la seguridad de los contratos fijados en dinero, las leyes inglesas obligaban a los *trustees*, que se ocupaban de administrar recursos en beneficio de un tercero, a invertir en determinadas emisiones de renta fija calificadas como idóneas a estos efectos.

¹¹ En mi libro ya citado (1998) analizo extensamente la experiencia de Keynes como inversor (pp. 433-527). De hecho, el objetivo del libro es intentar mostrar la importancia de estas actividades de Keynes sobre su concepción de la economía. Un libro reciente (Walsh, 2008) revisa las ideas de Keynes respecto a los mercados. Chambers y Dimson (2012) analizan su faceta de inversor bursátil y de gestor de patrimonios.

Como consecuencia del proceso inflacionista, lo que se estimaba como más seguro era una forma efectivamente segura de perder la capacidad adquisitiva del capital invertido. Advierte Keynes que a través de la historia ha tenido lugar una tendencia sostenida hacia la depreciación del dinero y que la estabilidad del siglo XIX es una excepción en la corriente general; dos fuerzas poderosas han impulsado en esa dirección: la falta de recursos de los gobiernos y la superior influencia política de la clase deudora.

El inversor en deuda pública se había beneficiado durante el siglo XIX por la gran estabilidad en el nivel de precios, pero, además, en la primera parte del siglo había obtenido un beneficio adicional del declive de los tipos de interés. Entre 1826 y 1896 la cotización de la deuda perpetua inglesa pasó de 79 a 109 y la capacidad de compra de la renta anual se incrementó en un 50 por 100.

En los años anteriores a la primera guerra mundial este panorama se alteró por el alza de precios y del tipo de interés, pero el conflicto bélico infringiría un golpe definitivo a la estabilidad centenaria, reduciendo a la mitad el valor real de la deuda pública inglesa y afectando en una proporción mucho mayor a la deuda de los países del continente. Los beneficiarios de estas pérdidas serían los hombres de negocios que vieron revalorizarse sus existencias obteniendo beneficios extraordinarios. De esta forma, la preferencia de Keynes por la renta variable y por los activos reales, en contraposición a la renta fija, se encuadra en el análisis histórico y es conforme con su temperamento, y con sus convicciones respecto a los riesgos y recompensas que deben regir en el sistema económico.

2.2.2 Preferencia por la inversión en acciones

En la variada práctica de Keynes como asesor tiene especial significación la dirección de las inversiones de la *National Mutual*. Keynes entró como consejero de esta empresa de seguros en 1919, fue elegido Presidente en 1921 y permaneció en este cargo hasta 1938. Su experiencia en este cargo me parece relevante para comprender la política de inversión de Keynes, y su evolución, por las razones siguientes:

- 1) Cubre el período fundamental de Keynes como economista profesional. A partir de 1938, muy mermado ya de salud, dedicaría sus energías al esfuerzo bélico de su país y al diseño del marco monetario de la posguerra.
- 2) Tenía que responder de su actuación ante el público profesional de la *City*. No se trataba, pues, de exponer sus

razonamientos ante los colegas académicos de su Universidad donde actuaba como tesorero (*bursar*), que no estaban familiarizados con las finanzas y se sentían deslumbrados por los conocimientos prácticos de Keynes.

- 3) Disponemos de un material magnífico para seguir su peripetia inversora: los discursos anuales en la Junta General de la *National Mutual*.
- 4) Experimentó la especial situación en la que se debate el gestor profesional, que debe dar cuenta de los resultados de su actuación. En el capítulo 12 de la Teoría General puede rastrear esta experiencia.

En 1924(b) publica un artículo en el que define con claridad la orientación deseable de las inversiones de las Compañías de Seguros. Tres son las ideas fundamentales: primera, que se había ampliado la gama de posibilidades para diversificar la cartera y era preciso considerar la inversión en acciones como un componente clave; la segunda, que el mayor peligro para las Compañías de Seguros era la descapitalización y el alza de los tipos de interés las había perjudicado muy notablemente por la excesiva concentración en renta fija; y tercera, que la dirección debería seguir una “política de inversiones activa” que Keynes define como la actitud de estar preparados para captar las circunstancias cambiantes del ciclo económico y actuar en consecuencia.

Las ideas de Keynes a favor de la inversión en acciones recibieron un respaldo importante con la publicación de un estudio en los Estados Unidos en 1925, en el que se analiza estadísticamente los resultados de invertir en acciones y bonos en el período 1866-1922¹². Esta investigación es bienvenida por Graham¹³ que predijo sería el texto oficial de la nueva era del mercado de valores (Graham et al (1962), p. 409)¹⁴.

¹² E. Lawrence Smith: *Common Stocks as Long-Term Investment*, MacMillan, 1925. El libro fue revisado por Keynes en el artículo de 1925(a).

¹³ Bill Graham es considerado el padre del análisis financiero. Fue profesor de Warren Buffet.

¹⁴ Existe una clara sintonía entre Graham y Keynes al considerar el protagonismo de las acciones en los mercados. Había coincidencia, además, en otro campo: en la regulación de los precios de las mercancías propiciando formulas gubernamentales de almacenamiento que suavizaran la extremada volatilidad de los precios. Ver, en este sentido: (Keynes, 1943).

Keynes reafirma sus ideas respecto a la superioridad de las acciones como opción inversora con los cinco argumentos siguientes:

- 1) Las acciones constituyen una inversión en bienes reales, en tanto que los bonos es una inversión en valores monetarios.
- 2) En la elección de un bono el inversor puede equivocarse, pero si acierta no percibe más rentabilidad que la estipulada.
- 3) Los directivos de las empresas tienen como objetivo fundamental promover el beneficio de los accionistas, lo que les lleva a decidir amortizar los bonos, eligiendo el momento que más beneficie a los accionistas, aunque ello implique pérdidas para los bonistas.
- 4) La reserva de las sociedades, aunque sirven de mayor garantía a los bonistas, benefician básicamente a los accionistas.
- 5) La acumulación de reservas acrecienta el patrimonio de los accionistas.

Es comprensible, a partir de estas ideas, que la vuelta al patrón oro de 1925 con la paridad de preguerra o, mejor dicho, la obligada deflación precisa para hacerla viable a largo plazo, le pareciera a Keynes que iba en contra de lo que consideraba normal y deseable; por ello señala que esa política beneficia a los perceptores de rentas fijadas en términos monetarios, esto es, a los bonistas a costa del resto de la comunidad. De todas formas cree que esa posición favorable a la renta fija no puede durar demasiado, ya que “... en el largo plazo los bonistas son perdedores y no ganadores...” (1925, b, p. 229).

2.2.3 *Fracaso de la inversión según el ciclo del crédito*

En los comienzos de Keynes como inversor, y en particular en los primeros escauceos en la City como asesor profesional, Keynes hizo gala de una gran seguridad en sus convicciones; los sucesivos fracasos modificarían sus pretensiones hasta asumir una posición más moderada y en contra de sus primeras ideas.

Después de la primera guerra mundial, Keynes se inicia como profesional en la City. Conviene situar a nuestro protagonista. Keynes había conseguido fama mundial con su libro *The Economic Consequences of the Peace* (1919). Cuando decide incorporarse a la actividad de la City había cosechado ya un notable fracaso con inversiones en el mercado monetario, pero la recuperación posterior con la misma apuesta (corto en el marco y largo en el

dólar), aunque fue un serio aviso, no mermó su extraordinaria confianza en su preparación e inteligencia.

Su idea esencial es que era posible adoptar decisiones basadas en el principio de invertir según el ciclo de crédito (*credit cycle investing*). En esencia, se pretendía aprovechar las alzas y las bajas en las cotizaciones inducidas por la evolución del ciclo de los negocios. No se trataba de estudiar la evolución de los precios para aprovechar pautas de comportamiento repetidas en el tiempo (el análisis técnico o chartista), ni tampoco decidir sobre la base de la diferencia entre los precios en el mercado y un impreciso “valor intrínseco” de las acciones, como preconizaría más tarde, sino de aprovechar las alzas y las bajas confiando en la capacidad de detectar los momentos alcistas y bajistas mediante un seguimiento de la evolución de la economía (Walsh, 2008, p. 35).

El contenido del folleto de lanzamiento de una sociedad de inversión, en 1924, gestionada junto a Falk, su amigo y mentor en la City, da idea clara de su propuesta y pretensiones:

“Sabemos ahora que las fluctuaciones en los valores relativos de los títulos de renta fija a largo y corto plazo y también de los títulos de renta fija en general y de las acciones ordinarias están afectadas por un ciclo de crédito periódico. Los cambios en el tipo de interés en los valores a corto plazo, afectan a la cotización de los emitidos a largo plazo en un grado mayor del que estrictamente debería corresponder, con el resultado de que pueden lograrse beneficios considerables cambiando de una clase a otra en la fase apropiada del ciclo de crédito. Cambios periódicos similares se producen en los valores relativos del dinero, por una parte, y de los bienes e inmuebles, de otra, que se reflejan en los valores relativos de los bonos y las acciones, que representan derechos sobre dinero y bienes reales, de manera que aquí también podemos aplicar el mismo principio de cambiar de una clase a otra de activos, en el momento apropiado.

El resultado de la experiencia acumulada sobre estas cuestiones es que está claro que el curso de los acontecimiento es suficientemente regular para permitir a los que están en estrecho y permanente contacto con la situación financiera anticiparse en ciertos casos a cambios inminentes en el curso del ciclo de crédito” (1924(a), p. 33).

La aspiración de Keynes era de una gran ingenuidad, aún considerando la poca sofisticación del análisis financiero y la escasa preparación técnica de los empleados en la City. La arrogancia y la confianza en su propia capacidad puede apreciarse en el siguiente párrafo: “No nos molestamos en estimar nuestros beneficios futuros. Puede dejarlo de nuestra cuenta porque nosotros entendemos el sistema monetario y explotamos las oscilaciones de los tipos de interés” (Ibídem, p. 50). En seis años el fondo perdió todo su capital y se cedió la gestión a un banco de negocios.

Las citas siguientes son expresivas del cambio de Keynes en sus posibilidades:

“Adivinar el futuro del tipo de interés es, en mi opinión, uno de los problemas más desconcertantes del mundo. Soy completamente incapaz de adoptar una posición con confianza en cualquier sentido” (1927, p. 149).

En una nota a Kahn, que aparte de discípulo y colaborador en su obra, era ayudante de Keynes como segundo tesorero del King’s College, acompañando un informe, afirma:

“La cuestión de la política de inversiones es muy interesante. Me atrevería a decir que es más temperamental que lógica. Puedo decir solamente que fui el principal inventor de la inversión según el ciclo del crédito y la he puesto en práctica en cinco sitios diferentes siguiendo con detalle los distintos casos durante un período de cerca de veinte años, en los que se han producido numerosas alzas y bajas y no conozco un solo caso en que se haya aplicado con éxito” (1938, a, p. 100).

2.2.4 *Concentración de la cartera*

La diversificación, como principio fundamental de reducción del riesgo, no era la cuestión clave para la configuración de la cartera de inversión. Lo esencial era el conocimiento directo y el seguimiento de la evolución de la empresa:

“Con el tiempo, he ido convenciéndome cada vez más de que el método de inversión correcto es situar grandes sumas en empresas que uno cree conocer y en cuya dirección confía. Es un error creer que el riesgo se limita dispersándose demasiado e invirtiendo en empresas en las que uno tiene escasos conocimientos y ninguna razón para

tener especial confianza... El conocimiento y la experiencia que uno tiene es limitado, en raras ocasiones hay más de dos o tres empresas en un momento determinado en las cuales personalmente sienta justificado depositar toda mi confianza” (1934, p. 57).

2.2.5 Inversión con un horizonte de largo plazo

Los acontecimientos financieros de 1929 convencieron a Keynes definitivamente de la imposibilidad de anticiparse a los movimientos del mercado y, por tanto, le llevaron a abandonar la política de frecuentes movimientos en los mercados; la nueva línea que adoptaría sería orientar las decisiones de inversión con una óptica a largo plazo. A partir de entonces, el principio sería seleccionar el activo adecuado, concentrar las posibilidades de inversión en el mejor dentro de la alternativa adoptada y mantenerlo a largo plazo (Skidelsky, 1992, pp. 26, 342).

La retirada hacia la fidelidad no significa la adopción de una política conservadora respecto al riesgo, puesto que una parte importante de su cartera se financiaba mediante el endeudamiento y, si a esto unimos la concentración, la conclusión es que Keynes arrojaba altos niveles de riesgo. En 1931, los dos tercios de su cartera de acciones se concentraban en dos títulos del sector automotriz (Austin y Leyland). La asunción de una alta cota de riesgo dio lugar a fortísimas fluctuaciones de su patrimonio personal y, sin duda, le produjeron períodos de gran desasosiego, pese a su probada afición al juego y estar acostumbrado a asumir pérdidas significativas.

2.2.6 Contraste entre su experiencia inversora y su visión de la economía

El telón de fondo en el que creo debe situarse la experiencia financiera de Keynes es la aparente paradoja entre su rebeldía y contestación con la teoría económica aceptada, que va incrementándose en el período de entreguerras hasta culminar en la Teoría General y los escritos complementarios de 1937. Su evolución como inversor sigue, sin embargo, la trayectoria contraria, esto es, tiene como punto de partida una actitud audaz e innovadora que, progresivamente, se torna conservadora hasta finalizar en una posición inversora basada en la correcta selección y mantenimiento a largo plazo de los títulos, criticando por tanto los efectos de la especulación y de la liquidez.

Mi interpretación es que el mejor conocimiento de la realidad de los mercados le hizo ser consciente de sus propias limitaciones como inversor y, al tiempo, le mostró cada vez con mayor nitidez la insuficiencia de la teoría económica aceptada, que no consideraba la compleja realidad de los mercados, la presencia constante de la incertidumbre, que él vivía con intensidad cada día.

3. LAS GRANDES CUESTIONES QUE PLANTEA LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

He revisado la peripecia de Keynes como inversor y de qué forma la experiencia cambió sus ideas de juventud hasta llegar, en su madurez, a una visión fundamentalista enfocada hacia la inversión a largo plazo. En su obra, la Gran Depresión fue un episodio trascendental y de ahí surgió, como ya he apuntado, la inspiración para escribir la Teoría General.

Esos dos asuntos: experiencia como inversor financiero y vivencia de la Gran Depresión me inducen a la osadía de plantear que opinión tendría Keynes de la situación actual. Enunciado este propósito, todas las prevenciones parecen pocas.

Hace una década, un grupo de keynesianos se propusieron reescribir, capítulo por capítulo, la Teoría General con la experiencia del tiempo transcurrido y el progreso del análisis económico. He de confesar que inicié la lectura del libro con ilusión, que me fue abandonando según avanzaba.

Atreverse a exponer lo que Keynes hubiera pensado es un atrevimiento, por dos motivos esenciales: 1) Keynes fue un genio y hubiera desbrozado y analizado la situación actual con la impronta del genio, y 2) es cierto que continuamente se evoca ahora a la Gran Depresión, pero aunque aspectos de aquel episodio puedan servir de inspiración, nuestro mundo es muy diferente al de la década de los treinta del pasado siglo.

La única justificación que encuentro es el desvalimiento. No sabemos –desde luego yo no sé– las consecuencias de la inundación de liquidez que se ha propiciado como único remedio ante la hecatombe financiera. Tampoco sabemos cuáles serán las reformas institucionales que se arbitren para intentar evitar que se produzcan crisis financieras de esta entidad. Por último, -y de esto aún sabemos menos– ignoramos cuales serán los puntos esenciales

que se revisen de las ideas que se han generado, y puesto en práctica en las últimas décadas, que han dado lugar al desastre.

Ante ese desamparo, observamos algunos con perplejidad lo que sucede, y tratamos de encontrar inspiración en la historia y en la reflexión de nuestros maestros, puesto que se han derrumbado un conjunto de teorías, creencias, y convicciones, como ha expresado con dramatismo Greenspan, un testigo que ha presenciado en asiento de primera fila como espectador y ha participado activa y pasivamente en la gestación del proceso que ha culminado con la catástrofe.

La confianza de Greenspan estaba bien cimentada por los éxitos en la conducción de la economía del período anterior a la crisis conocido como “La Gran Moderación”. En efecto, la década que finalizó con el comienzo de la crisis financiera (Otoño del 2007) ha sido calificada de forma muy positiva. Fue una etapa de crecimiento sostenido, inflación controlada y escasa volatilidad de las magnitudes macroeconómicas. El papel de la política fiscal era secundario y el peso descansaba en la política monetaria y en la actitud responsable, compensadora de los bancos centrales. Estas instituciones vigilaban de hecho, además, la valoración de los activos bajando los tipos de interés cuando se producían episodios desestabilizadores (Blanchard et al., 2010, pp. 3, 4).

Se instaló así, una atmósfera de confianza en la capacidad de los bancos centrales para controlar y regular el ciclo económico. En Febrero del 2004, Bernanke pronunció un discurso en Washington congratulándose del período de estabilidad que tituló, precisamente, la Gran Moderación, en el cual comunicaba la buena nueva. La profundidad y sofisticación de los mercados financieros eran la base fundamental que permitían el refinamiento en la ordenación del ciclo. Como se ha observado:

“En otras palabras, los *quants*... habían ayudado a dominar la volatilidad de los mercados. El caos aparente lo habían transformado en orden gracias al creciente conocimiento de la *Verdad*. Cada vez que los mercados se alejaban demasiado del equilibrio, sus superordenadores se lanzaban a restablecer el orden y a restaurar la estabilidad del Reino amenazado. El sistema financiero se había transformado en una maquina sensible escrutando activa y venturosamente en el universo matemático cristalino de los *quants*” (Patterson, 2010, p. 11).

La Gran Moderación sería, sin embargo, el prelude de la Gran Intervención forzada por el estallido de la crisis financiera.

La actitud de Greenspan en relación a los mercados ha merecido notables críticas con ocasión de la crisis actual. Un aspecto fundamental de su pensamiento es la extraordinaria confianza en que la valoración de los activos por los mercados, responde a criterios de numerosos expertos muy cualificados y no era concebible que fueran mejoradas ni corregidas por funcionarios públicos. Estas ideas, en la práctica, las utilizó con un sesgo, con una actuación asimétrica, que ha sido denominada como la opción put de Greenspan.

En efecto, Greenspan denunció la “exuberancia irracional” de los mercados en 1996, pero no intentó contener la fiebre especulativa; sin embargo, procedió a bajas continuadas de los tipos de interés cuando se produjo el desplome de las cotizaciones de las acciones tecnológicas a partir del año 2001, para contener los efectos negativos sobre la economía. Muchos analistas consideran a ese continuado relajamiento monetario, junto a la absorción por el sistema financiero norteamericano del exceso de ahorro mundial (*saving glut*) como la génesis de la crisis actual.

Con todo, lo que me parece más criticable de su actuación es su apasionada fe en los efectos beneficiosos y estabilizadores de la innovación financiera. Greenspan no sólo ha defendido a los mercados de derivados con fervor, sino que los ha considerado una razón fundamental que explica la supremacía económica norteamericana, al permitir un refinamiento en la formación de los precios que mejora la eficiencia de la asignación de los recursos.

La confianza de Greenspan en la estabilidad proporcionada por instrumentos tan sofisticados y peligrosos como los derivados era extraordinaria:

“La utilización de una gama creciente de derivados y la aplicación relacionada de enfoques más sofisticados para medir y gestionar el riesgo son factores clave que subyacen en la mayor resistencia de nuestras grandes instituciones financieras, como se ha puesto de relieve durante el ciclo de crédito del 2001/02 y que parece que aún persiste” (Greenspan, 2005, p. 1).

Un elemento clave en el pensamiento de Greenspan es la extraordinaria confianza en las fuerzas del mercado, y la escasa confianza en la regulación:

“Me sentiría muy preocupado si tuviéramos que depender de algún superregulador. Los superreguladores tienden a regular demasiado y cometen errores increíbles. Sospecho que conozco a la mayor parte de la gente que podría estar a cargo de este tipo de decisiones, y les aseguro que no tienen ni idea de qué hacer. Prefiero con creces permitir a las fuerzas del mercado, mucho más complejas, que nos lo digan” (Woodward, 2000, p. 288).

La actitud permisiva en extremo respecto a la innovación financiera, libertaria se la ha denominado, tendría mucha trascendencia en la minusvaloración del riesgo y en la expansión gigantesca del crédito, factores claves de la crisis actual. Especial trascendencia han tenido los efectos de la titulización. Como ha destacado Kaufman (2009, p. 66), la integración de activos no cotizados en instrumentos susceptibles de cotización ha creado la falsa idea de reducir el riesgo puesto que los tenedores de los activos se hacían la ilusión de que podían avizorar el futuro y acceder a la liquidez supuesta. Además, las técnicas que acompañaban a la titulización, en especial las garantías de crédito y el aseguramiento de las emisiones, parecían añadir mayores dosis de seguridad. Greenspan reclamó que la titulización era muy beneficiosa puesto que permitía una mayor distribución de los riesgos, pero no advirtió que incentivaban el aumento del riesgo global.

De manera que, tanto en la Gran Depresión como en la situación actual, la responsabilidad de la actuación de la FED ha sido muy importante. En la Gran Depresión no se conocía suficientemente el funcionamiento de la economía. Ahora, tampoco conocemos los efectos económicos de las finanzas y, sobre todo, como inciden sus perturbaciones sobre los sectores reales.

En la actualidad sabemos mucho más de economía y de finanzas que en la década de los treinta, pero la complejidad del mundo financiero ha ido por delante de nuestros conocimientos. La gran diferencia es que ahora somos conscientes de las graves consecuencias de una crisis financiera generalizada, y las autoridades y bancos centrales están dispuestos a incurrir en los déficits públicos que sean precisos con objeto de impedirlos (Torrero, 2009, pp. 59, 60).

A partir de lo anterior, se comprende la indignación ante la magnitud de la catástrofe y el dramatismo de la confesión de Greenspan ante el Congreso. Ante las preguntas de Waxman, Greenspan declara que su visión del mundo estaba equivocada, que el sistema tenía un fallo, pero ignora lo importante o permanente que es el defecto del sistema y declara:

“Cometí un error al suponer que el propio interés de las organizaciones, bancos y otras, era tal que eran los más capacitados para proteger a su propios accionistas y al capital de sus empresas” (Wessel, 2009, p. 65).

En este entorno de dudas y brumas, Keynes aparece como fuente de inspiración. Akerlof y Shiller en un libro reciente (2009), de título evocador de las mejores reflexiones de Keynes: *Animal Spirits*, han señalado:

“Entender la economía es comprender como está dirigida por los *animal spirits*. De igual forma que la mano invisible de A. Smith es la clave de la economía clásica, los *animal spirits* de Keynes lo son de una visión diferente de la economía, una visión que explica la inestabilidad subyacente del capitalismo” (p. IX).

La actualidad de la obra de Keynes se explica, en buena medida por la crítica a la dirección de la macroeconomía en las tres últimas décadas. Laidler (2009) ha señalado que la crítica a los modelos macroeconómicos no se fundamenta sólo en la incapacidad de predecir la crisis y en suponer que un ligero reajuste podría corregir esta carencia; se trata más bien de que los principios fundamentales en los cuáles se basan estos modelos hacen imposible esa corrección.

Seguramente el crítico más duro sobre el estado actual de la macroeconomía, y su incapacidad para percibir la vulnerabilidad financiera creciente, ha sido Krugman ¹⁵. La corriente dominante de los macroeconomistas está dividida entre los que consideraban imposible una perturbación financiera, y los que tenían en cuenta esa posibilidad pero confiaban en la capacidad de la Reserva Federal para corregirla.

¹⁵ En la breve descripción que sigue utilizo sus trabajos de 2009 y 2012.

En sus modelos no había sitio para las burbujas ni para prever el colapso del sistema bancario; la fe en la eficiencia de los mercados financieros se situaba en el centro del análisis y la visión optimista dominaba la escena: los mercados financieros corregirían las desviaciones con tal que se les dejaran funcionar con suficiente libertad.

Keynes desconfiaba de la racionalidad de los mercados para confiarles la misión inversora. Sin embargo, en los años setenta se había impuesto la visión volteriana del Dr. Pangloss en la obra de Fama: la doctrina de los mercados eficientes. En la década de los ochenta, Jensen postulaba que los mercados siempre aciertan, que la mejor política –no para los mercados sino por el bien de la economía– es intentar maximizar el precio de las acciones. “En otras palabras, los economistas financieros creían que deberíamos poner el desarrollo del capital nacional en manos de lo que Keynes había denominado un <<casino>>” (Krugman, 2012, p. 189).

A la vista de la crisis financiera actual, los economistas que lideran la corriente dominante deberían: 1) reconocer las imperfecciones de los mercados que están sujetos a fluctuaciones irracionales; 2) admitir que la obra de Keynes constituye la mejor referencia para el estudio de recesiones y depresiones, y 3) incorporar a sus modelos macroeconómicos la realidad de las finanzas (Krugman, 2009, p. 11).

Las ideas de Keynes no sólo eran ignoradas, sino que las referencias al economista inglés era recibidas en los seminarios de alto nivel con “susurros y risitas” como señala Lucas. Apunta Krugman que en vez de ridiculizar a Keynes tenían que haber visto sus aportaciones que pueden servir de ayuda para afrontar recesiones y depresiones.

A favor de la mayor apreciación de Keynes se sitúa la “conversión” de Posner (2009a) que muestra su asombro por el desdén del núcleo central de la profesión de los economistas que demuestran los peores prejuicios: “Asombrado por la confusión de la profesión, decidí que lo mejor era leer la Teoría General. Después de leerla, concluí que a pesar de su antigüedad es la mejor guía que tenemos para la crisis” (p. 294).

En otro trabajo Posner (2009b) se refiere a la conversión del destacado macroeconomista de Harvard: Mankiw que en 1992 declaró: “después de cincuenta años de acumular progreso en ciencia económica, la Teoría General es un libro superado... estamos en una posición mucho mejor que la de Keynes para conocer como

funciona la economía” (2009, p. 4). En Noviembre del 2008, un afligido Mankiw escribe: “Si Vd. tuviera que recurrir a un solo economista para comprender los problemas a los que se enfrenta la economía, hay poca duda que el economista debería ser Keynes. Aunque murió hace más de medio siglo su diagnóstico de recesiones y depresiones permanece como la fundación de la macroeconomía moderna” (p. 6).

Tras esta breve referencia, paso a enumerar las cuestiones principales que plantean la crisis actual:

- 1) Fórmulas y alcance de la regulación y supervisión de las instituciones y mercados financieros.
- 2) Efectos desestabilizadores de la especulación excesiva en los mercados bursátiles.
- 3) Consecuencias de la incertidumbre.
- 4) Importancia y efectos de la liquidez de los mercados.
- 5) Internacionalización de las finanzas.

El procedimiento que seguiré en esta exposición es hacer una breve referencia de las ideas de Keynes en cada una de estas cuestiones – excepto la primera– para aludir en el apartado 6 a la que, en mi opinión, sería la posición de Keynes en la crisis financiera actual.

El primer punto citado es un tema fundamental, pero no fue un asunto que preocupara especialmente a Keynes, en particular en relación a las instituciones bancarias. Se pronunció, sin embargo, respecto a las características de los dos principales mercados de valores: Londres y Nueva York, apuntando algunas ideas que ilustran sobre su visión al respecto.

El capítulo 12 de la Teoría General analiza, sobre todo, el funcionamiento de la Bolsa. Se ha criticado la ruptura que supone incluir las ideas de un experto del mercado de valores que parece romper la línea de razonamiento del libro con un ejercicio de virtuosismo bursátil. Crotty (1990, p. 523) ha destacado que el capítulo 12 analiza dos indicadores potencialmente en conflicto de las expectativas del rendimiento del capital. El primero, es la estimación directa de los gestores de la empresa; el segundo, la expectativa de beneficios *implícita* en la valoración de las acciones. Cuando más alta sea la cotización más elevada será la estimación de los beneficios de la empresa por el mercado, idea más tarde formalizada en la Q de Tobin.

Comparto la idea de la importancia de las finanzas en el pensamiento y la obra de Keynes, pero es importante especificar que se trata de las finanzas anglosajonas, en las cuales los mercados financieros tenían y tienen un peso significativo. El capítulo 12 de la Teoría General: El Estado de las Expectativas a Largo Plazo tiene menos sentido para otras economías, como la alemana o la francesa. En el Prefacio a la edición alemana de la Teoría General aunque advierta, en un párrafo discutido, que la teoría del output total se adapta más fácilmente a las condiciones de un estado totalitario, esa afirmación va precedida por la siguiente:

“Debo confesar que gran parte del contenido del libro está ilustrado y expuesto principalmente en referencia a las condiciones existentes en los países anglosajones” (1936, p. xxvi).

De manera que el capítulo 12 me parece el menos general de todos los capítulos de la Teoría General.

3.1 Efectos desestabilizadores de la especulación excesiva en los mercados bursátiles

El citado capítulo 12 de la Teoría General, recoge las reflexiones de Keynes al respecto¹⁶. Considerando la trascendencia de la crisis bursátil en la actual perturbación financiera, me parece oportuno destacar algunos aspectos del mismo.

La idea clave de Keynes para explicar el comportamiento de los inversores en el mercado de valores, es la *convención* que se basa en el supuesto de que "la situación existente en los negocios continuará indefinidamente excepto cuando tengamos razones concretas para esperar un cambio" (1936, p. 152). No es una creencia con base real firme puesto que las frustraciones experimentadas en el pasado en relación a las expectativas son concluyentes al respecto, ni tampoco tiene fundamento en la lógica de la probabilidad esa idea de la convención adoptada como base del comportamiento:

"En efecto, lo que estamos suponiendo es que la valoración existente en el mercado, con independencia de cómo se haya llegado a ella, es *correcta* únicamente en relación con

¹⁶ En mi libro sobre Keynes (Torrero, 1998) dedico especial atención a estos temas.

nuestro conocimiento actual de los hechos que influirán sobre los rendimientos de la inversión; y que sólo cambiará en proporción a las variaciones en dicho conocimiento" (Ibídem, p. 152).

La existencia de la convención dota de estabilidad y continuidad a los negocios y, en tanto ésta se mantenga en los mercados organizados, el inversor puede sentirse tranquilo con la idea de que el único riesgo que arrostra es un cambio en las noticias que puedan producirse en un futuro cercano, sobre cuya probabilidad intentará formar su propio juicio. Con este planteamiento, la inversión se considera segura en el período corto y, como el inversor entiende que, o bien la convención no se altera, o él puede anticiparse a los cambios que se produzcan en el futuro, las inversiones que son *fijas* para la comunidad se vuelven *líquidas* para el individuo. Sobre este tipo de razonamientos, continúa Keynes, se han desarrollado los principales mercados de inversión "pero no puede sorprendernos que una convención tan arbitraria, desde un punto de vista absoluto, tenga sus puntos débiles. Su precariedad es la que crea una parte no pequeña de nuestros problemas contemporáneos de lograr un volumen de inversión suficiente" (Ibídem, p. 153).

Un punto que interesa destacar ahora del planteamiento de Keynes en cuanto a la convención, es que cuando los agentes han de adoptar decisiones en un entorno incierto, están psicológicamente dispuestos a actuar imitando la acción de los otros participantes. En la dirección de considerar la reacción de los participantes en los mercados organizados, Keynes examina algunas características que sugiere la evolución reciente de éstos, que incrementan la precariedad y, por tanto, la volatilidad de los mismos sin que existan razones sólidas que apoyen los cambios de las valoraciones; de ellos es fundamental la separación de la gestión y la propiedad, hecho ligado al peso creciente de las acciones en las carteras de individuos e instituciones.

La creciente difusión entre el público de acciones cotizadas, acentúa los efectos de la separación entre propiedad y gestión, puesto que "ha disminuido seriamente el conocimiento real en la valoración de las inversiones de los propietarios o de los que proyectan comprarlas". En este entorno de mayor ignorancia, acontecimientos efímeros y fútiles pueden provocar cambios sustanciales en la valoración de los títulos; además, la base convencional de valoración establecida como "resultado de la psicología de la masa de un gran número de individuos ignorantes es susceptible de cambios

violentos como resultado de un cambio súbito de opinión, debido a factores que no afectan gran cosa al rendimiento probable"; esto significa que el mercado está sujeto a olas de optimismo y pesimismo que "no son razonables pero, en cierto sentido, son legítimas cuando no existen bases sólidas para un cálculo razonable" (1936, p. 153, 154).

El inversor profesional no supe las carencias cognitivas de los accionistas ignorantes, porque no se dedica a eso. Al experto no le interesa tanto extremar el rigor en el cálculo de los rendimientos futuros en el largo plazo, como adivinar los cambios en las bases convencionales de valoración del público en el corto plazo:

"No se ocupan de lo que realmente vale una inversión *para mantenerla*, sino de la valoración que le dará el mercado, bajo la influencia de la psicología de la masa, dentro de tres meses o un año. Además, esta conducta no es el resultado de una inclinación errónea. Es la inevitable consecuencia de un mercado organizado de acuerdo con las normas descritas; porque no es sensato pagar 25 por una inversión cuyo rendimiento probable justificaría un valor de treinta, si también creemos que el mercado lo valorará en 20 dentro de tres meses" (Ibídem, p.155).

La denuncia, o queja de Keynes, es que en los mercados organizados los profesionales y las instituciones inversoras no se consagran para derrotar a los enemigos seculares de la sociedad, que son las "oscurs fuerzas del tiempo y la ignorancia que envuelven nuestro futuro", sino que su objetivo principal es ser más listo y rápido que los demás y "pasar la moneda falsa o que se está depreciando a otra persona".

Naturalmente, también existen inversores a largo plazo que analizan la rentabilidad de las inversiones y no se preocupan de las fluctuaciones a corto plazo ni de las reacciones de los otros participantes, y la existencia de inversores de este corte dan otra fisonomía a los mercados, pero hacer estimaciones rigurosas sobre el futuro es mucho más difícil y lento:

"Se necesita *más* inteligencia para derrotar las fuerzas del tiempo y nuestra ignorancia respecto al futuro que para ganar la delantera. Además, la vida no es lo bastante larga, hay un deleite particular en ganar dinero pronto, y los beneficios futuros se descuentan por el hombre medio a tasas muy altas" (Ibídem, p. 157).

De manera que el drama de la inversión se desarrolla para Keynes en los mercados organizados, donde coexisten dos formas de evaluar el futuro. Por una parte, están los agentes dedicados a estimar la evolución del mercado a corto plazo, actividad que propone denominar como *especulación*, reservando el término de *empresa* para evaluar la rentabilidad del activo durante toda su vida útil. De nuevo, Keynes da un paso institucional delicado: "A medida que mejora la organización de los mercados, crece el riesgo de que la especulación predomine" (Ibídem, p. 158). El ejemplo al que alude es el caso de Nueva York, donde es enorme la influencia de la especulación, y la tendencia excesiva de los americanos a investigar lo que la opinión media cree que será lo que piense el promedio en el futuro, todo lo cual encuentra en la bolsa el caldo de cultivo adecuado; por eso en los mercados americanos predomina la especulación. La diferencia entre los mercados de Londres y Nueva York, no obstante, no se debe sólo al carácter nacional sino al hecho de que el británico es más inaccesible y costoso. Ante la tendencia al predominio de la especulación (resultado difícilmente evitable del logro de mercados 'líquidos'), Keynes estaba a favor de aumentar las barreras.

"La implantación de un impuesto fuerte sobre todas las operaciones de compraventa podría ser la mejor reforma disponible con objeto de mitigar el predominio de la especulación sobre la empresa, en los Estados Unidos" (Ibídem, p. 160).

A partir de aquí, Keynes elucubra con la posibilidad de que las inversiones tengan el carácter de permanencia como el matrimonio, para objetar, a continuación, que ello dificultaría el proceso inversor, puesto que la sensación de liquidez, que es imposible para todos, "calma los nervios (de los inversores) y les anima a asumir el riesgo". En este sentido, Keynes no ofrece un diagnóstico claro ni propuestas concretas (Torrero, 2009, pp. XLII-LVI). Entre la proclamada estabilidad de la inversión (por cierto como preconiza W. Buffet, buen conocedor de las ideas de Keynes) y la extrema movilidad que facilita la rotación de las inversiones y la liquidez, hay un campo amplio que debería graduar la regulación financiera en función del mejor servicio a la financiación de los sectores reales.

Como ha destacado Davidson (2004, p. 23) con mercados de capital líquidos, los propietarios (accionistas) no tienen la obligación legal o moral de vigilar que su capital se utilice de forma eficiente. Con menor liquidez, seguramente la vigilancia sería mayor y los

mercados de capital se comportarían más en línea con los mercados eficientes de la teoría predominante.

3.2 Consecuencias de la incertidumbre

“Vivimos en un mundo lleno de contradicción y paradoja, un hecho del cual quizás el mayor ejemplo es éste: que la existencia de un problema de conocimiento depende de que el futuro difiera del pasado, mientras que la posibilidad de solucionar el problema depende de que el futuro se parezca al pasado”.

F.H. Knight (1921, p. 313)

En el capítulo 12 de la *Teoría General* (1936), y limitándome a las expectativas, Keynes intenta no solo aludir a las expectativas en abstracto como factor argumental, sino explicar como se conforman. "En este capítulo consideraremos con más detalle algunos de los factores que determinan la rentabilidad prevista de un activo" (p.147). Keynes establece distinciones respecto al grado de certidumbre con el que formulamos las expectativas:

"Las consideraciones en que se basan las expectativas sobre los rendimientos previstos están basadas, por una parte, en hechos existentes que podemos dar por conocidos con más o menos certeza y, por otra, en acontecimientos futuros que sólo pueden ser previstos con más o menos confianza" (Ibídem, p. 147).

El estado de expectativas psicológicas respecto a los datos que conocemos o podemos dar por ciertos lo califica Keynes como el *Estado de las expectativas a largo plazo* para distinguirlo de las de corto plazo basadas en la decisión de producir con el equipo capital existente, en línea con lo recogido en el capítulo 5 de la *Teoría General*.

Señala Keynes que en la formación de las expectativas no sería sensato atribuir mucho peso a cuestiones que son muy inciertas. Lo razonable es que nos sirvan de guía, en buena medida, los hechos en los cuales tengamos confianza, aunque sean menos relevantes que aquellos acerca de los cuales nuestro conocimiento sea más vago y reducido. Así, tendemos a considerar que la situación presente se mantendrá en el futuro, y modificamos nuestro juicio en la medida que tengamos razones más o menos definidas para esperar un cambio. Ese estado de expectativas no sólo depende de la

predicción más probable, sino de la *confianza* con que hagamos la previsión (Ibídem, p.148); esto es, añadido, depende de la probabilidad y del "peso del argumento".

El *estado de confianza*, señala Keynes, es una cuestión a la que prestan atención los hombres prácticos, pero no así los economistas; la influencia de ese estado de confianza se manifiesta a través de la curva de la eficiencia marginal del capital, pero cuando Keynes se plantea lo que puede decir acerca del estado de confianza, el campo de observación y las conclusiones depende de la observación real de los mercados y de la psicología de los negocios. Lo fundamental, explica Keynes, es la extrema precariedad de la base de conocimiento sobre la cual hemos de construir nuestras estimaciones de los beneficios futuros. Nuestro conocimiento de los factores que determinan el rendimiento de una inversión dentro de varios años es muy reducido:

"Si hablamos francamente, tenemos que admitir que las bases de nuestro conocimiento para estimar la rentabilidad en los diez años próximos de un ferrocarril, una mina de cobre, una fábrica textil, el fondo de comercio de una patente farmacéutica, una línea trasatlántica, o un edificio en la City de Londres es muy limitada e incluso nula (Ibídem, pp. 149,150).

Ante el reducido conocimiento, nos apoyamos, por regla general, en lo que en realidad es una convención, cuya esencia, como he señalado ya, reside en suponer que la situación existente en los negocios continuará indefinidamente, excepto cuando tengamos razones concretas para esperar una modificación, lo cual no significa que lo creamos en realidad, pero el mantenimiento de la convención permite continuidad y estabilidad en los negocios.

La escasa base para predecir con algún fundamento el rendimiento futuro de las inversiones hace que las decisiones se adopten como resultado de los impulsos vitales, *animal spirits*, de algo "espontáneo que impulsa a la acción antes que a la ociosidad, y no como el resultado de un promedio ponderado de beneficios cuantitativos multiplicados por probabilidades cuantitativas" (Ibídem, p.161):

"De esta forma, si los impulsos para actuar, *animal spirits*, y el optimismo espontáneo vacila, dejándonos depender exclusivamente de la expectativa matemática, la empresa se

marchita y muere; aunque el temor de incurrir en pérdidas pueda tener bases no más razonables que tuvieron antes las esperanzas de obtener beneficios" (Ibídem, p.162).

Los impulsos para actuar suplementan el cálculo razonable y hacen posible que se generen iniciativas individuales suficientes, pero esto supone al tiempo que la prosperidad económica dependa en exceso de la atmósfera política y social que agrada al hombre de negocios (Ibídem, p. 162). Lo anterior, junto a los efectos amplificadores y acumulativos de los mercados organizados, susceptibles de cambios violentos, da lugar a que las depresiones y auges se exageren. Keynes deja claro que los impulsos espontáneos a la acción y, por tanto, el ritmo de actividad se ve afectado por el clima de optimismo y pesimismo, pero de eso no se deriva que la vida económica esté dominada por ondas emocionales sin control:

"No debemos concluir de esto que todo depende de oleadas de psicología irracional. Al contrario, el estado de expectativas a largo plazo es a menudo firme, e incluso cuando no lo sea, los otros factores ejercen efectos compensadores. Estamos simplemente recordando que las decisiones humanas que afectan al futuro, ya sean personales, políticas o económicas, no pueden depender de la expectativa matemática estricta, puesto que las bases para realizar ese cálculo no existen, y que es nuestra inclinación natural a la actividad la que hace girar las ruedas y hacemos una elección racional entre las diversas alternativas lo mejor que podemos, calculándolas si tenemos oportunidad, pero, a menudo, apoyando nuestros motivos en el antojo, el sentimiento o el azar" (Ibídem, pp.162,163).

En su trabajo aclaratorio de 1937(a) sobre la teoría del tipo de interés expuesta en la *Teoría General*, Keynes marca la diferencia con los clásicos en relación a la consideración del futuro. En su opinión, la teoría clásica asume un estado definido de expectativas constantes, lo cual la hace "completamente inaplicable a problemas tales como el desempleo y el ciclo económico o, sin duda, a cualquier problema diario de la vida ordinaria". Al tipo de interés y la eficiencia marginal del capital le afectan de manera especial el "carácter *indefinido* de las expectativas actuales". Estos conceptos "resumen el efecto en el mercado de las decisiones humanas de todas las dudas vagas y de los estados fluctuantes de la confianza y coraje. Pertenecen, por decirlo así, a un estadio de nuestra teoría en

la que ya no asumimos un futuro definido y calculable" (pp. 106-107).

El artículo aclaratorio fundamental del contenido de la *Teoría General* es el del *Quarterly Journal* también de 1937(b) en respuesta a sus críticos. Para los keynesianos fundamentalistas, Keynes condensa en este artículo lo esencial de la *Teoría General* y se despoja del método propio de la estática comparativa adoptado en la búsqueda de una respetabilidad que reforzara su confesado deseo de convencer a sus colegas; también tiene un gran significado para los estudiosos actuales de la obra de Keynes, puesto que el mensaje esencial del artículo, esto es, que las decisiones económicas se adoptan en un mundo de incertidumbre, enlaza con el propósito de estos de buscar los fundamentos analíticos del pensamiento de Keynes en el *Treatise on Probability*.

Se ha dicho que el artículo constituye una respuesta a las recensiones críticas sobre la *Teoría General* publicadas también en el *Quarterly*, y así empieza efectivamente, con breves referencias a Tausing, Leontief, Robertson y una más amplia respecto a la crítica de Viner¹⁷. Sin embargo, tampoco puede decirse que la mayor parte del artículo de Keynes se dedique a la contestación a Viner. La recensión de Viner consta de cuatro apartados; el primero trata del desempleo *involuntario*, cuestión respecto a la que Keynes acepta la crítica y promete mejorar el contenido de la *Teoría General* (1937b, p. 110). El segundo apartado de Viner está dedicado a la propensión a atesorar y Keynes se ratifica en sus ideas: "Hay pasajes que sugieren que el Profesor Viner está pensando demasiado en los términos más familiares de la cantidad de dinero atesorado actualmente, y que no percibe el énfasis que pretendo situar en el tipo de interés como el incentivo para *no* atesorar" (Ibídem, p.110).

En la recensión de Viner hay otros dos apartados de enjundia: el 3 y el 4 (*Flexibilidad de los salarios monetarios y Volumen de Empleo*, y *La Propensión al Consumo*, respectivamente), a los cuales Keynes no hace referencia. Una vez que ha expuesto su desacuerdo con el segundo punto, al que dedica una página de comentarios, Keynes muestra, me parece, su auténtica intención al escribir este artículo, que no es tanto responder puntualmente a las críticas recibidas como reafirmar los puntos fundamentales de la *Teoría General*.

¹⁷ Las cuatro recensiones críticas se publicaron en el *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51, November 1936, pp. 147-203. Todas ellas están recogidas en WOOD (1983, Vol.II).

Señala Keynes, que hay otros puntos que debería debatir pero no desea entrar en detalles que puedan difuminar las cuestiones esenciales que ha planteado en su libro: "Preferiría, por tanto, ocupar el espacio adicional que me permita el editor del *Journal* en intentar reexaminar algunas de esas ideas, antes que dedicarlo a una controversia de detalle que pudiera resultar estéril" (Ibídem, p. 111). A partir de aquí, Keynes inicia la exposición de los puntos que considera básicos en su aportación.

La segunda parte del artículo de Keynes se refiere a la incertidumbre inherente en su teoría en cuanto a la adopción de decisiones, en contraste con el mundo cierto de la teoría clásica, que asume como dados en un momento determinado "hechos y expectativas de forma definida y calculable; y a los riesgos, aunque admitidos, no se les prestaba demasiada atención y se suponía la posibilidad de un computo actuarial exacto. Al cálculo de probabilidad, aunque su mención quedaba implícita, se le suponía capaz de reducir la incertidumbre al mismo estado calculable que la certeza" (Ibídem, pp. 112, 113).

En contraste con esa situación de certidumbre, Keynes insiste en que, por lo general, tenemos sólo una idea muy vaga de las consecuencias futuras de nuestros actos, y de las actividades económicas; la acumulación de riqueza implica esfuerzos para producirla en un futuro y sobre esto, nuestro conocimiento es "fluctuante, vago e incierto, lo cual hace que la riqueza sea una tema particularmente poco adaptado a los métodos de la teoría económica clásica" (Ibídem, p. 113). En el párrafo, probablemente más citado del artículo, aclara:

"Por conocimiento "incierto", permítanme explicar que no entiendo simplemente distinguir lo que se conoce como cierto de lo que sólo es probable. El juego de la ruleta no está sujeto, en este sentido, a la incertidumbre; tampoco lo es la perspectiva de que un bono Victoria resulte amortizado; o, de nuevo, la expectativa de vivir es sólo moderadamente incierta. Incluso el tiempo atmosférico es sólo moderadamente incierto. El sentido en el que utilizo el término es en el que la perspectiva de una guerra europea es incierta, o el precio del cobre o el tipo de interés dentro de veinte años, o la obsolescencia de una nueva invención, o la distribución de la riqueza en el sistema social de 1970. Sobre esos asuntos no hay base científica que nos permita formular cualquier probabilidad calculable. Simplemente no

sabemos" (Ibídem, p.113, 114).

Pese a estas limitaciones, la necesidad de actuar fuerza a los que han de decidir a hacer todo lo posible por superar esa carencia, ya que se comportan como si fuera posible calcular la probabilidad de que se produzcan los acontecimientos. Estas circunstancias de incertidumbre hacen que concedamos a la situación presente un grado de permanencia superior a la que sería razonable considerando la experiencia del pasado, pensemos que el estado de opinión existente expresado en precios y producción está basado en un correcto agregado de previsiones, y asumamos que quizá los demás estén mejor informados que nosotros. "La psicología de una sociedad de individuos cada uno de los cuales procura copiar a los otros conduce a lo que podemos denominar, en sentido estricto, un juicio convencional" (Ibídem, p. 114). Este juicio, al estar basado en un grado de conocimiento tan precario, es susceptible de cambios súbitos y violentos. El estudio de este tipo de situaciones, "disquisiciones filosóficas sobre la conducta de la humanidad" debe corresponder a la teoría económica, puesto que es así como nos comportamos en el mercado.

En ese cuadro de incertidumbre y desconocimiento del futuro actúan los sujetos económicos en el mundo real, pero este complejo e inseguro entorno resulta difícil de comprender con el sistema clásico. En particular, Keynes entiende que la construcción tradicional no está bien adaptada para el tratamiento del dinero y del tipo de interés. En la recapitulación del artículo insiste en el punto que le parece crucial:

"La teoría ortodoxa supone que tenemos un conocimiento del futuro de una clase muy distinta del que poseemos en la realidad. Esta falaz racionalización sigue las líneas de cálculo de Bentham. La hipótesis de un futuro calculable nos conduce a una interpretación errónea de los principios de conducta que la necesidad de actuación nos obliga a adoptar y a infravalorar los factores ocultos de las dudas, precariedades, esperanzas y temores" (1937b, p.122).

En 1937(c), Keynes publica también otro artículo dedicado al análisis de las consecuencias de la disminución de la población. Me parece interesante resaltar que la comience aludiendo, precisamente, al escaso bagaje de conocimientos sobre el futuro con el que nos vemos obligado a adoptar decisiones:

"El futuro nunca se parece al pasado, como es bien conocido. Pero, hablando en términos generales, nuestra imaginación y nuestro conocimiento es demasiado débil para que nos indiquen qué cambios particulares nos esperan. No sabemos lo que sucederá en el futuro. Sin embargo, como seres vivos y móviles, nos vemos obligados a actuar. La paz y el confort mental requieren que nos ocultemos lo poco que podemos prever. Tendemos, por tanto, a sustituir el conocimiento que no es posible conseguir por ciertas convenciones, la principal de las cuales es asumir que, contrariamente a toda probabilidad, el futuro se parece al pasado. Así es como actuamos en la práctica" (p. 124).

Esta conciencia de lo limitado de nuestros conocimientos, de la necesidad de actuar como si eso no fuera así, aunque nos conste que el futuro no se parece al pasado, está en la base de la dura crítica de Keynes a los trabajos de Tinbergen. Con los planteamientos de Keynes, se entiende que el economista inglés reaccionara de manera tan airada, puesto que los trabajos de Tinbergen intentaban buscar regularidades de comportamiento en el pasado con objeto de prever el futuro, y precisamente lo que hacía con esto era no resolver la cuestión planteada por Keynes, esto es, que nos enfrentamos, en cada circunstancia, a decisiones racionales pero apoyadas en escasos conocimientos para prever el futuro. El trabajo de Tinbergen, para Keynes, supone desviarnos del que debe ser el objeto de nuestra inquietud, compensándola con la pretensión de que es posible un conocimiento del futuro basado en el pasado. En ese marco, nos parece que debe situarse su reacción:

"¿Se asume que el futuro es una función determinada de *estadísticas del pasado*? ¿Qué sitio dejamos para la expectativa y el estado de confianza respecto al futuro? ¿Qué lugar reservamos para factores no numéricos, tales como inventos, política, problemas laborales, guerras, terremotos, crisis financieras? Uno siente la sospecha de que la elección de los factores está influida (y es natural) por las estadísticas disponibles, y que muchos factores fundamentales se ignoran porque no son tratables estadísticamente o no es posible conseguir los datos" (1938(b), p. 287).

Las expectativas y la incertidumbre están presentes en la obra de Keynes desde sus primeros trabajos, pero en la *Teoría General* y en

sus escritos posteriores adquieren mayor importancia los aspectos psicológicos (creencias, sentimientos y convenciones), y se recalcan las situaciones especiales de incertidumbre radical. Las magnitudes esperadas impregnan su obra cumbre, y al ser tan importantes los estados de ánimo y los impulsos vitales, la labor de persuasión es trascendental para influir en el clima de opinión.

Su principal biógrafo (Skidelsky, 2009) ha sintetizado los problemas que es preciso afrontar en un mundo económico regido por distintos grados de incertidumbre pero en el que es preciso adoptar decisiones:

“... es racional apoyarse en convenciones, historias, reglas generales, tradiciones para formar nuestras expectativas y decidir como actuar. Su función es parcialmente psicológica, destinada a proporcionar un sentimiento de seguridad, como hechizos o encantamientos para alejar a los malos espíritus” (p. 87).

En los escritos posteriores a la *Teoría General*, Keynes pone especial cuidado en destacar su diferencia fundamental con la escuela clásica, a la cual acusa de razonar como si el conocimiento del futuro pudiera considerarse en términos actuariales. No obstante, Keynes es consciente de la dificultad del terreno que transita y de la facilidad con la que podía perderse la perspectiva global. Las llamadas de atención al final de su vida sobre la permanencia de la doctrina clásica como punto de referencia me parecen significativas.

Lo expuesto justifica mi pleno acuerdo con Turner sobre la inspiración que tenemos que buscar en Keynes:

“Y de Keynes deberíamos tomar la noción de que la teoría de las expectativas racionales quiebra, no solamente por la existencia de imperfecciones identificables de información, ni siquiera porque la gente actúe algunas veces de manera emocional y espontánea, sino porque la propia idea de que las expectativas de los agentes económicos se sitúan en torno a una distribución objetiva de probabilidad de los resultados futuros es un error filosófico, y al no existir esa distribución de probabilidad de los resultados, el futuro, y por tanto los mercados financieros que enlazan presente y futuro tienen como característica un elemento interesante de irreducible incertidumbre” (2010, b, p. 7)

La incertidumbre, la necesidad de actuar de los agentes económicos con conocimientos parciales e imperfectos, y la incapacidad de predecir el futuro, constituyen una preocupación esencial en las ideas de Hayek y Keynes. Tres consecuencias se derivan para Hayek de estas circunstancias: 1) la imposibilidad de dirigir la sociedad mediante la planificación; 2) la inadecuación de los métodos empleados en la física para el conocimiento de la realidad económica, y 3) las fluctuaciones económicas las provocan principalmente los errores de previsión de los empresarios sobre la rentabilidad de las inversiones a largo plazo¹⁸.

En la conferencia de Hayek con ocasión del Premio Nobel en 1974 se muestra explícito al respecto:

“Confieso que prefiero la verdad aunque con conocimiento imperfecto, incluso si ello implica mucho de incertidumbre y de dificultad de previsión, a la pretensión de conocimiento exacto que probablemente sea falso” (pp. 183, 184).

Las limitaciones del conocimiento que ponen de relieve estos dos grandes economistas contrastan con las pretensiones de rigor matemático y la incorporación de zonas de incertidumbre a las de riesgo susceptibles de tratamiento estadístico¹⁹. La confianza en la capacidad de previsión extrapolando datos del pasado, en ocasiones de períodos cortos y excepcionales, tiene poco que ver con la concepción de los grandes maestros sobre la posibilidad de conocer el futuro en base a los datos del pasado. De ahí que encabece este apartado con una cita de Knight, otro gran pensador de las diferencias entre riesgo e incertidumbre.

La atención que ha recibido el concepto incertidumbre en los artículos de las principales revistas económicas ha seguido la trayectoria de la atención recibida por la obra de Keynes. En la década de 1940, acompañando el impacto y difusión de la Teoría General, aparecía en el 7% de los artículos; en los decenios de 1950 y 1960 se situó entre el 3 y el 4%; desde los años 1980 se ha situado

¹⁸ Sobre las similitudes de Hayek y Keynes en relación a las limitaciones del conocimiento y de la capacidad de previsión he tenido en cuenta las consideraciones de Taleb (2007), Kaletsky (2009) y Frydman y Goldberg (2011).

¹⁹ JR.J. Barkley Rosser (2001, p. 545) atribuye a Tobin (1958) el inicio del progresivo deslizamiento a tratar la incertidumbre como riesgo susceptible de tratamiento estadístico. Esta práctica fue recogida por los economistas financieros que la incorporaron a los modelos de expectativas racionales y mercados eficientes, pese al escepticismo del propio Tobin. Sobre esta cuestión, que me parece crucial, es importante el artículo de D.L. Weisman (1984).

en torno al 2%. La disminución del uso del término incertidumbre está en relación con el grado de formalización matemática en economía y el predominio de la predicción como objetivo (Hodgson, 2011).

3.3 Importancia y efectos de la liquidez en los mercados

No me referiré a la teoría de la preferencia por la liquidez como base para la formación de los tipos de interés, sino exclusivamente a los efectos de la liquidez en los mercados financieros.

La liquidez para Keynes es una servidumbre que hace posible la existencia de mercados organizados. Sin la posibilidad de monetizar los activos, muchos inversores no los elegirían como forma de mantener riqueza, pero la búsqueda febril de liquidez le parece desestabilizadora. Por eso en la Teoría General señala:

“Entre las máximas de las finanzas ortodoxas, ninguna, seguramente, es mas antisocial que el fetiche de la liquidez, la doctrina según la cual es una virtud positiva de las instituciones de inversión concentrar sus recursos en la tenencia de valores *líquidos*. Olvida que la liquidez de la inversión no existe para la sociedad en conjunto” (1936, p. 155).

La liquidez expresa la magnitud de nuestra incertidumbre, la confianza que tenemos en nuestras previsiones. En el artículo de 1937(b) de contestación a los críticos de la Teoría General, argumenta:

“...en parte con base razonable y en parte de forma instintiva, nuestro deseo de mantener el dinero como depósito de riqueza es un barómetro del grado de nuestra desconfianza de nuestros propios cálculos y convenciones respecto al futuro... La posesión de dinero mitiga nuestra inquietud; y la prima que requerimos para abandonar el dinero es la medida del grado de nuestra inquietud” (1937, p. 116).

De manera que para Keynes la liquidez podía producir inestabilidad. En el mundo de los años treinta la importancia de la liquidez era muy reducida comparada con la piedra angular que ha llegado a ser en las últimas tres décadas. Dos hechos han confluído para situar a la liquidez en la posición clave:

- 1) Los mercados han ganado peso relativo respecto a la intermediación bancaria tradicional.
- 2) La “banca en la sombra” que ha sido la gran protagonista de la innovación en la década que ha precedido a la crisis ha promovido y utilizado masivamente la liquidez de los mercados financieros, especialmente los de corto plazo.

Algunos analistas avisaban de la vulnerabilidad de la situación. Borio (2003) advertía como la desaparición de la liquidez en los mercados se situaba en el centro de los problemas; esta liquidez no era independiente de los canales bancarios ordinarios y la inestabilidad se generaba en los mercados de una forma similar: “La sabiduría convencional al considerar que el crecimiento de los mercados de instrumentos comercializables reduce significativamente el riesgo de que aparezcan crisis de liquidez, debe ponerse en cuestión” (p. 228).

La crisis financiera ha demostrado que la liquidez en mercados con un extraordinario volumen de transacciones desaparecía por completo al imponerse la desconfianza. De ahí que una misión esencial de los bancos centrales haya sido proporcionar la liquidez evaporada de inmediato de los mercados, incluidos los de corto plazo, lo que no había sucedido ni en la Gran Depresión, como ha subrayado Greenspan (2010).

Es muy oportuna la llamada de atención reciente de un conjunto de expertos sobre la naturaleza de la liquidez:

“Tenemos la tentación de confundirnos por nuestro propio uso de las palabras y pensar que la “liquidez” se refiere a un stock de fondos disponibles en el sistema financiero que podía ser distribuido entre los más necesitados. Cuando la liquidez se seca, desaparece pero no se asigna en otra parte. Cuando los márgenes exigidos como garantía de los préstamos (*haircuts*) se elevan, todos los saldos implicados se reducen al unísono... En este sentido, la liquidez debería entenderse en términos de crecimiento de los saldos (esto es, como un flujo), antes que como un stock” (Brunnermeier et al., 2009, p. 21).

La crisis reciente ha puesto de relieve la vulnerabilidad y la radicalidad de los mercados con alta liquidez en tiempos normales. La experiencia vivida obliga a reflexionar en profundidad sobre el alcance de las reformas:

“Existe el peligro que, si el radicalismo se centra en cuestiones como bancos más pequeños y con objetivos más reducidos, fracasemos en ser auténticamente radicales en nuestro análisis del sistema financiero, y no comprendamos la profundidad de las raíces que generan la inestabilidad financiera... Si creemos que los mercados financieros líquidos estarán sujetos por su propia naturaleza a efectos de rebaño y de pánico; que los ciclos de crédito y valoraciones de ratios son un fenómeno central e importante; ... entonces tenemos desafíos que no pueden afrontarse con una solución simple. En vez de eso, necesitamos desplegar un espectro amplio de herramientas regulatorias y de prevención macroeconómica, inspiradas por una filosofía profundamente escéptica de argumentos del pasado como que la liberalización, la innovación y la mayor profundidad de los mercados es beneficiosa por definición” (Turner, 2010, a, p. 31).

3.4 Internacionalización de las finanzas

El tercer tomo de la gran biografía de Keynes escrita por Skidelsky (2000) termina con el párrafo siguiente:

“Pero las ideas no mueren tan rápidamente; y las de Keynes vivirán en tanto que el mundo las necesite. Eso depende de si nuestra nueva economía global tiene la suficiente estabilidad natural para ser políticamente aceptable. Sólo los acontecimientos nos darán la respuesta” (p. 508).

Es un párrafo premonitorio; nuestra nueva economía global es manifiestamente inestable, y puede ser provechoso acercarnos de nuevo a las ideas del genio inglés. Empiezo por manifestar mi convicción de que, en el plano financiero la organización, o la falta de organización internacional de las finanzas, es la cuestión esencial que determina no sólo la estabilidad económica y financiera, sino también el ordenamiento político de los países.

Exponer las ideas de Keynes sobre la internacionalización de las finanzas, en un trabajo como éste, requiere sobre todo contención, ya que el plano internacional está profundamente ligado a la historia económica financiera del Reino Unido, y la obra de Keynes muy orientada hacia los aspectos monetarios y financieros, se inspiró en la circunstancia inglesa.

Al ser el Reino Unido el principal centro financiero del mundo hasta después de la primera guerra mundial, y el primer exportador de capital hacia el exterior, la relación financiera internacional ha sido, y es, fundamental para el Reino Unido, recibiendo atención especial en la obra de Keynes²⁰.

En 1942, en los primeros escauceos del diseño institucional del mundo económico de la posguerra, en carta dirigida a Harrod, después de enumerar una serie de razones por las que no es partidario de una libertad completa de movimiento de capital a escala internacional, señala:

“Ud. pasa por alto la razón teórica más fundamental a largo plazo. La libertad de movimientos de capital es una parte esencial del viejo sistema del *laissez-faire* y asume que es bueno y deseable que se produzca igualdad de los tipos de interés en todas las partes del mundo. Asume, por decirlo así, que si el tipo de interés que promueve el pleno empleo en Gran Bretaña es inferior a la tasa que resulte apropiada en Australia, no hay razón para que no se permita que esto conduzca a una situación en la que el total del ahorro británico sea invertido en Australia, teniendo en cuenta solamente las diferentes estimaciones del riesgo, hasta que la tasa de equilibrio de Australia haya descendido al nivel de la británica” (p. 149).

En 1944 dirigiéndose a la Cámara de los Lores para explicar su posición en las negociaciones de Bretton Woods, hacía referencia a sus inquietudes:

“Señorías, la experiencia de los años anteriores a la guerra nos ha llevado a la mayoría, aunque a algunos con retraso, a ciertas conclusiones firmes. Estamos decididos a que, en el futuro, el valor exterior de la esterlina sea conforme con el valor interno determinado por nuestras políticas nacionales, y no al contrario. Segundo, intentamos retener el control del tipo de interés nacional, de forma que podamos mantenerlo tan bajo como convenga a nuestros propósitos, sin interferencias de los flujos de movimientos internacionales de capital o de la huida del capital a corto plazo (*hot money*). Tercero, trataremos de prevenir la inflación, pero no aceptaremos la deflación al dictado de la influencia del

²⁰ En mi libro sobre Keynes (1998) se considera esta relación con detenimiento.

exterior. En otras palabras, renunciamos a los instrumentos del tipo de interés y a la contracción del crédito operando a través del desempleo, como medio de forzar a nuestra economía nacional a situarse en línea con los factores exteriores” (p. 16).

Voy a referirme con brevedad a dos cuestiones que suscitaron la atención de Keynes en el plano financiero internacional, y que se mantienen como asuntos claves en la actualidad: 1) la internacionalización de los movimientos de capital, y 2) los mecanismos de ajuste entre países deudores y acreedores.

3.4.1 *La internacionalización de los movimientos de capital*

La libertad de los flujos financieros constituyó un tema importante, pero no controvertido, en las negociaciones de Bretton Woods²¹.

Es conveniente recordar que en la creación del FMI se produjo un gran debate sobre los objetivos y el funcionamiento de la institución entre dos grandes personalidades (Keynes y White), pero había una cuestión importante en la cual el acuerdo era completo: la limitación de los movimientos internacionales de capital. Pero no solamente era ésa la opinión de los principales protagonistas del nuevo orden institucional; era una idea ampliamente compartida, siguiendo, por otra parte, la doctrina de la Liga de las Naciones:

“En el tiempo de la Conferencia de Bretton Woods de 1944 casi todos los economistas creían que los mercados de capital volátiles –dinero caliente– habían sido el mecanismo de contagio que extendió internacionalmente la Gran Depresión” (James, 2001, p. 205).

Como ha subrayado Frieden (2006, p. 291): “El orden monetario de Bretton Woods permitía, incluso requería, que los gobiernos restringieran los movimientos de capital a corto plazo a través de las fronteras. Esto constituye la auténtica esencia de los compromisos monetarios de Bretton Woods”. El cambio del FMI, abogando a partir de los años ochenta por la liberalización de los movimientos de capital, ha sido, pues, radical.

²¹ La literatura sobre las negociaciones de Bretton Woods es abundantísima. En cuanto al papel de Keynes el lector interesado no debería prescindir de los volúmenes XXV, XXVI y XXVII de los *Collected Writings* de Keynes así como de las Partes 2 y 3 de la biografía citada de Skidelsky (2000).

El FMI es la institución financiera clave que se creó en Bretton Woods con la misión de garantizar una evolución ordenada de las paridades de las divisas, al objeto de impedir devaluaciones competitivas de triste memoria en la Gran Depresión. Eso requería autoridad de la institución para juzgar la necesidad de alterar los tipos de cambio en función de la situación económica de los países, en particular del comercio exterior; inherente a esta pretensión era la limitación a los movimientos internacionales de capital, cuyo comportamiento había sido desestabilizador también en la Gran Depresión.

De esta forma, el sistema de Bretton Woods intentaba compatibilizar la autonomía nacional para que cada país pudiera seguir su propia política, con la apertura al comercio internacional. El control de los movimientos de capital aspiraba a conciliar lo que ahora consideramos la trinidad imposible: movilidad del capital, estabilidad de los tipos de cambio y autonomía en la política monetaria (Chwieroth, 2010, p. 64).

Para tener una idea del clima de la Gran Depresión, en relación con la internacionalización de la actividad financiera, reproduzco un párrafo de un artículo de Keynes de 1933:

“Simpatizo, por tanto, con aquellos que minimizarían antes que con los que maximizarían, la excesiva interrelación económica entre las naciones. Ideas, conocimiento, arte, hospitalidad, viajes: éstas son las cosas que por naturaleza deberían ser internacionales. Pero que la producción de bienes sea inglesa cuando sea razonable y convenientemente posible; y sobre todo, que las finanzas sean fundamentalmente nacionales” (p. 236).

El FMI, en el año 2005 señalaba:

“Los dos principales arquitectos de las instituciones de Bretton Woods, J.M. Keynes y H.D. White, argumentaron que los países deberían ser protegidos del impacto de los movimientos perturbadores del capital especulativo internacional y que un mundo de movimientos de capital sin restricciones no era compatible ni con un sistema de tipos estables ni un sistema de comercio internacional liberalizado. Estas opiniones reflejaban el consenso en el tiempo en el cual se redactaban los artículos, que ‘los grandes movimientos de capital a largo plazo de las décadas

de los veinte y los treinta habían llevado al desastre...” (p. 17).

De ese episodio traumático provienen las tres ideas sobre las cuales se edificaría el nuevo orden. La primera, una gran desconfianza hacia las finanzas y los financieros; la segunda, el recelo hacia los desequilibrios que pueden generar la libre circulación de los recursos financieros a nivel internacional; la tercera, la conveniencia de preservar la estabilidad de los sistemas bancarios. Respecto a este último punto, Padoa-Schioppa (2000) ha destacado:

“Las reformas legislativas adoptadas en la mayor parte de los países como respuesta a las crisis bancarias y financieras de los años treinta, partieron de una idea básica: para preservar la estabilidad de la banca y de las finanzas, tenía que limitarse la competencia. Esta posición fundamental estaba en la raíz de las reformas realizadas en esos años en los EEUU, Italia, y la mayor parte de los países” (p. 33).

De manera que la represión financiera instaurada entonces era consustancial con el esquema diseñado en Bretton Woods que establecía tipos de cambio fijos, pero ajustables, y el control de los movimientos internacionales de capital. El sistema estaría vigente hasta 1971 cuando se demostró que era insostenible la paridad fijada del oro debido a la inflación persistente y acelerada de los Estados Unidos.

Uno de los protagonistas de la liberalización describe los pasos del nuevo orden financiero:

“Los fundadores del sistema de Bretton Woods consideraron esencial restaurar el comercio de bienes y servicios para la recuperación de la economía mundial, pero no tenían la misma opinión favorable respecto a los flujos de capital. Sin embargo, éstos se recobraron entre los países industrializados durante la década de los cincuenta y se intensificaron en los sesenta. Pronto fueron demasiado importantes para que sobreviviera el sistema de tipos de cambios ajustables, y en 1973, como resultado de la trinidad imposible (tipo de cambio ajustable, movilidad de capital y política monetaria dirigida con objetivos nacionales), el sistema ajustable de Bretton Woods tuvo que dar paso a la flexibilidad de los tipos de cambio entre los países más importantes” (S. Fisher, 2003, p. 3).

La crisis del sistema de Bretton Woods desencadenó un conjunto de cambios a partir de la flotación de las principales monedas respecto del dólar. Surgió la necesidad de la cobertura privada de las fluctuaciones de los tipos de cambio, lo cual impulsó la innovación financiera y presionó a los gobiernos a liberalizar los movimientos de capital para que los bancos nacionales pudieran realizar estas actividades. A partir de este primer impulso, se puso en marcha una dinámica de cambios en los sistemas financieros en la dirección de un mayor juego de la competencia y de los mercados.

En el plano de la financiación internacional, el incumplimiento de las obligaciones financieras por los países emergentes, y los problemas de los bancos prestamistas que habían protagonizado la concesión de los préstamos, procedentes de la liquidez de los petrodólares entre 1974 y 1982, potenciaron el canal alternativo de los mercados financieros.

De manera paulatina se fueron modificando las ideas prevalecientes, imponiéndose un nuevo orden institucional apoyado en los puntos siguientes:

- Mayor confianza en los efectos positivos de la competencia en las finanzas para reducir costes de transacción y mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos.
- Fe en la capacidad autorreguladora de los propios agentes que actúan en las instituciones y mercados.
- Creencia progresiva en la capacidad de medición del riesgo.
- Aumento espectacular de la dimensión de los mercados financieros que ganan peso respecto de la intermediación bancaria tradicional.
- Mayor proporción de los activos financieros en relación al PIB en todos los países.

La evolución de las ideas del FMI respecto a la libertad o al control de los movimientos internacionales del capital ha sido importante y significativa. El FMI ha pasado, desde la situación inicial, a ser el principal impulsor de la liberalización nacional e internacional de las finanzas, con unos pujantes mercados de divisas que anulaban su cometido de vigilante y estabilizador de las paridades cambiarias.

Permítaseme que me detenga, de forma casi telegráfica, en la evolución de las ideas del FMI respecto a liberalización de los movimientos de capital. Los cambios se han producido al compás de la modificación de las ideas económicas, de las necesidades

financieras de los Estados Unidos, y de los movimientos políticos a favor del protagonismo y liberalización de los mercados. No hay que olvidar el propio interés del FMI como institución, deseosa de encontrar parcelas de actividad, al haber sido privada de la función de ordenador y vigilante de los tipos de cambio, en un mundo dominado crecientemente por los mercados financieros (Einchengreen, 2005).

En el libro de Chwieroth (2010) se siguen con detalle los cambios que se han producido en las ideas del FMI. Las reglas formales no se han alterado mucho desde 1945 pero, informalmente, los controles de capital en las décadas de 1980 y 1990, que fueron en su día parte de la ortodoxia, se convirtieron en herejía: “Aunque la liberalización no fuera animada de forma indiscriminada, la creencia en que el libre movimiento de capital era deseable se convirtió en la nueva ortodoxia” (p. 1).

Estos cambios de opinión no han sido generales. Como en cualquier gran organización, y más si trabajan en ella numerosos economistas dedicados al diagnóstico de la situación y a proponer medidas, el arco de opiniones era amplio no sólo sobre la conveniencia de la liberalización, sino respecto del gradualismo o la radicalidad con la cual debería realizarse. Lo cierto es que fueron ganando peso los nuevos economistas que se incorporaban al colectivo y habían sido formados en el ambiente liberal predominante. A la altura de las décadas de 1980 y 1990 la corriente principal se inclinaba claramente hacía la liberalización de los movimientos de capital (Ibídem, pp. 12-15).

La crisis asiática fue un golpe duro para los defensores de la liberalización de la cuenta de capital. Esta crisis tuvo lugar, precisamente, poco después de que Camdessus se dirigiera al Consejo del FMI en 1997 para exponer su propuesta de una enmienda que permitiera a la institución incluir entre sus objetivos, de forma expresa, favorecer el libre movimiento de capitales a escala global, proposición que estaba en sintonía con los responsables políticos y con la mayoría de los economistas de los países más avanzados (Rodrik, 2011, p. 123).

La experiencia de la crisis financiera asiática fue demoledora y puso en cuestión, de nuevo, las consecuencias de la liberalización internacional de los flujos de capital. Bhagwati (1998 y 2004) denunció la conjunción de intereses económicos y políticos (*The Wall Street-Treasury Complex*) poniendo énfasis en que era

partidario de la globalización, pero de la comercial, no de la financiera, diferenciación que sería compartida por Rodrick entre otros economistas.

El cambio de opinión que se observa en torno a esta cuestión puede comprobarse en el tratamiento del tema en una revista de corte tan liberal como *The Economist*. En 1998, respondiendo a críticas como las de los dos economistas citados, matizaba:

“Es cierto que existen diferencias importantes entre el comercio de mercancías y el de capital; esas diferencias sugieren que la liberalización del capital debe llevarse a cabo con precaución, no que deba paralizarse” (p. 76).

Cinco años más tarde, en el 2003, el tono había cambiado:

“Ningún economista serio cuestiona la integración internacional a través de los flujos de bienes y servicios... El comercio es bueno. Pero incluso el defensor más entusiasta de la integración económica puede estar empezando a considerar si los flujos de capital en total libertad deben ser igualmente bendecidos” (p. 3).

3.4.2 *Ajuste entre países con déficits y superávits*

En las propuestas de Keynes en las negociaciones de Bretton Woods una preocupación esencial es que hubiera simetría en el ajuste entre los países con superávit y los que tenían déficit en las Balanzas de Pagos. Su objetivo esencial era que los deficitarios no se vieran forzados a la deflación por la exigencia de los acreedores, sino que éstos, con sus políticas expansivas, facilitaran la recuperación de los deudores. De esta forma se tendería hacia posiciones más equilibradas entre las naciones.

La actualidad de esta cuestión salta a la vista. El principal conflicto en las relaciones de los Estados Unidos y China es la demanda del primero de una política expansiva del segundo que ayude a nivelar el déficit comercial, insostenible a largo plazo, que algunos analistas consideran la razón fundamental que ha impulsado la crisis financiera actual.

En efecto, el volumen ingente de ahorro de China se volcó sobre el sistema financiero de los Estados Unidos facilitando tipos de interés bajos y amplia disponibilidad de crédito; la consecuencia fue un relajamiento en la concesión del mismo con la consiguiente

asunción de altos niveles de riesgo provocando la burbuja inmobiliaria y la crisis financiera que sufrimos.

En la Eurozona, las naciones deficitarias –España en lugar destacado– requieren de Alemania –principal país con superávit– políticas expansivas que faciliten las exportaciones de los deudores para reducir al desequilibrio existente. Alemania, por una ironía de la historia, está colocando a los deudores –el caso más agudo es Grecia– ante la misma imposibilidad de ajuste que ella tuvo que afrontar en los últimos años de la década de 1920 y los primeros de la de 1930, debido a la rigidez de Estados Unidos y Francia que impidieron el mecanismo del patrón oro, esterilizando las entradas del metal (Eichengreen y Temin, 2010, p. 24). No estaban cumpliendo, por tanto, según Eichengreen (2008, p. 24, 27) “las reglas del juego”, expresión acuñada por Keynes (1925b) en *The Economics Consequences of Mr. Churchill*.

Las ideas de Keynes se apoyaban en la experiencia histórica y también en la conveniencia puntual de su propuesta para el Reino Unido, cuya posición financiera se había alterado con el esfuerzo bélico.

La experiencia histórica mostraba la dificultad de que los países con déficit redujeran el desequilibrio. Ni la deflación ni la depreciación producían una redistribución del consumo a través del ajuste de precios y salarios (Skidelsky, 2000, p. 4). Ese obstáculo fue esencial para la desaparición del patrón oro: el ajuste era forzado para deudor y voluntario para el acreedor. La financiación del desequilibrio podía implicar movimientos de capital volátiles en exceso; de ahí que fuera preciso el control de los movimientos de capital.

Eichengreen y Temin (2010) lo expresan con claridad:

“El punto es que el sistema de tipo de cambio es un *sistema*, en el cual los países en ambos lados de las relaciones del tipo de cambio tienen responsabilidad para contribuir a su estabilidad y a su operativa fluida. Las acciones de ambos, países con superávit y con déficit tienen implicaciones sistémicas... no puede asignarse toda la responsabilidad de los ajustes a los países con déficit. Esta fue la lección que Keynes obtuvo de la experiencia de la Gran Depresión. Por eso propuso impuestos y sanciones a los países con superávit crónicos en su proyecto de “clearing union” que

desarrolló durante la segunda guerra mundial. Más de sesenta años después, parece que hemos olvidado este punto” (p. 25).

El planteamiento de Keynes en Bretton Woods, que no sería implementado, consideraba la creación de una institución: la *International Clearing Union* (ICU) en la cual los bancos centrales de los países operarían mediante cuentas en el ICU que habrían de ser denominadas en *bancor*: “Estas cuentas, generarían intereses de manera que el ajuste necesario en países deudores lo sería también para los acreedores. Keynes y otros economistas del Tesoro del Reino Unido consideraban necesarios los controles de capital para frenar las huidas especulativas; en el acuerdo final los controles fueron aprobados y aunque los Estados Unidos no los establecieron, fueron adoptados por el Reino Unido y otros países europeos al finalizar la segunda guerra mundial (D’Arista, 2009, p. 639).

Los objetivos de Keynes en su proyecto inicial no se limitaban a recobrar el nivel de comercio internacional y a un mecanismo ordenado de los pagos. Su intención era facilitar el crecimiento económico de los países favoreciendo el flujo de inversiones internacionales. A su juicio, esto precisaba distinguir entre los fondos a corto plazo (*floating funds*) de las auténticas inversiones que promovieran el crecimiento económico global. De ahí la necesidad de controlar los movimientos especulativos de capital de los países con déficit hacía los de superávit, de los que favorecieran el equilibrio operando en sentido contrario (Piffaretti, 2009, p. 6).

El problema del ajuste entre países deudores y acreedores, que con tanta virulencia se manifiesta ahora, no es, pues, nuevo. El papel de los Estados Unidos como país con déficits sistemáticos, y con la moneda de reserva fundamental, ha durado prácticamente desde la segunda guerra mundial. Lo que ha sucedido en la última década es que el desequilibrio entre países con déficits (básicamente Estados Unidos) y con superávits (principalmente China) ha llegado a tal nivel que amenaza la estabilidad financiera del mundo. De nuevo se echa en falta un mecanismo equilibrador que modere los excesos.

No existe en la actualidad ningún mecanismo de este tipo. Como ha advertido King (2010, pp. 6-7) existe el peligro de que se impongan medidas unilaterales para corregirlo que desemboquen en proteccionismo generalizado. La crisis financiera, ligada a estos desequilibrios, ha puesto de relieve la urgencia de reconducirlos:

“El mensaje económico de la crisis está claro: los países con bajo ahorro han de reducir los préstamos obtenidos del exterior y no pueden seguir ejerciendo el papel de consumidor de última instancia. Para mantener el nivel de actividad económica, los países con alto ahorro deben expandir su demanda nacional y permitir que se reduzca el superávit comercial. Esto es más fácil decirlo que hacerlo” (Ibídem, p. 8).

4. INVERSORES Y ACADÉMICOS INFLUIDOS POR LA VISIÓN FINANCIERA DE KEYNES

Las ideas fundamentales que se han ido refinando y consolidando desde la década de los años ochenta del pasado siglo, giran en torno a los mercados eficientes y a la cuantificación del riesgo. Esas ideas conforman el paradigma dominante tanto en el mundo académico como en el de la gestión profesional de la inversión.

Las opiniones disidentes han sido, sin embargo, muy importantes y la gran mayoría toma de Keynes como referencia. Antes de pasar a revisarlas brevemente permítaseme que haga dos consideraciones:

- La estructura de un sistema financiero depende de la trayectoria histórica de los países, de su cultura y de su organización productiva. Sentado eso, las ideas sobre las finanzas han influido e influyen en la configuración del sector financiero. Por ejemplo, ningún experto pone en cuestión la existencia de Wall Street pero se puede defender el papel de los mercados con perspectivas y alcance distintos. Por intentar aclarar la cuestión, la visión de los mercados de W. Buffet tiene poco que ver con la de la R. Merton, pero ambos son destacados defensores de los mercados financieros. Si predominaran las ideas del primero, el papel de las instituciones y mercados diferiría sustancialmente de la organización que existiría si se impusiera la concepción del segundo (Torrero, 2008, p. 17).
- Me parece una simplificación considerar que se ha impuesto el modelo de finanzas americano, entre otras razones, porque el modelo americano es extraordinariamente peculiar y consecuencia de su historia específica. Es cierto, no obstante, que la literatura financiera generada en los Estados Unidos, sobre todo la que existe en torno a los mercados, es la más importante y está a la vanguardia de la investigación. También es verdad, sin embargo, que la

configuración financiera de los países mantiene rasgos propios, aunque influidos por la concepción dominante. Asimismo hay que destacar que los grandes protagonistas actuales, las instituciones financieras más importantes, responsables de la crisis financiera en definitiva, no son todas de los Estados Unidos.

Por esta razón, hay que tener cuidado cuando se centra en los bancos norteamericanos la responsabilidad de los excesos. La gran banca alemana, por ejemplo, ha imitado a las entidades americanas dedicadas a la banca de inversión. El Deutsche Bank compró Banker's Trust, conocido por su osadía y agresividad, y es en la actualidad uno de los protagonistas más destacados de la denominada banca global, con un servicio de estudios que ha conseguido incorporar primeras figuras académicas, muy partidarias de la desregulación financiera y expertos en productos derivados.

También la banca francesa, suiza, y de otros países ha entrado en las actividades propias de la banca de inversión americana, incorporando la cultura financiera generada en los Estados Unidos, y las fórmulas de gestión de ese país.

La visión financiera del Reino Unido siempre ha sido la más cercana a la de los Estados Unidos. Hay diferencias importantísimas entre ambos países, pero existe un nexo de unión que es la familiaridad e importancia de los mercados financieros. La City de Londres ha sido beneficiada especialmente por el auge de las actividades financieras asociadas a los mercados en la etapa de la Gran Moderación, y allí se han localizado buena parte de las entidades calificadas como "banca en la sombra". La aguda crisis que sufre el Reino Unido en la actualidad está muy influida por el desastre financiero. Pese a ello, la importancia de la City es clave para la economía inglesa; no debe extrañar que los ingleses se muestren mucho menos proclives que los alemanes respecto a la regulación y supervisión de los "hedge funds", por poner un ejemplo de actitud diferente frente al fenómeno financiero.

4.1 Inversores disidentes en cuanto a la gestión de la inversión

La crítica hacia la cultura financiera dominante pone énfasis en los fundamentos de las empresas como clave en las decisiones de inversión, y destaca la importancia de los mercados y sus efectos desestabilizadores sobre la economía real. Las dos figuras más conocidas: W. Buffet y G. Soros, aúnan un conocimiento profundo

de los mercados financieros, e inquietud acerca de los efectos desestabilizadores que pueden generar. Skidelsky (2009, p. 56) ha destacado que en Keynes, como en Soros y Buffet, sus reflexiones sobre los mercados y sus efectos proceden de su experiencia como inversores y especuladores.

4.1.1 W. Buffet

La visión fundamentalista de Buffet enlaza con la de su maestro Graham, al cual he hecho referencia. Se trata de seleccionar las inversiones partiendo de los siguientes principios:

- ☞ Comprensión de la actividad de las empresas.
- ☞ Conocimiento de la capacidad de gestión del equipo directivo.
- ☞ Horizonte de largo plazo.

Esos principios chocan frontalmente con la hipótesis de los mercados eficientes, la capacidad de medición del riesgo, el cortoplacismo, y la generalización de los productos derivados. En cierta ocasión, Buffet se refirió con ironía a los beneficios y oportunidades que producían sus efectos puesto que permitían a los fundamentalistas, como él, mejorar la rentabilidad de sus inversiones.

Buffet, buen conocedor de las ideas de Keynes, defiende, con sus manifestaciones y con su ejemplo, la capacidad de selección basada en la observación, análisis de las empresas, evaluación de la gestión y sentido común. Los derivados los considera “armas de destrucción masiva” y escapan a la comprensión de la mayor parte de los inversores. No participó en la fiebre de las empresas tecnológicas, ni tampoco en su caída, y se ha erigido como punto de referencia de inversores y analistas reticentes con el paradigma dominante. Es conocido como el oráculo de Omaha, su lugar de residencia y el de su empresa Berkshire Hathaway, y sus discursos en la junta de accionistas tienen millones de seguidores.

Según Buffet el mercado no es una máquina de evaluar (*weighting machine*) que mide el valor de una acción con precisión. Es, más bien, una máquina de votar (*voting machine*) en la cual numerosos inversores registran sus preferencias motivadas en parte por la razón y también por la emoción. En ocasiones, sus elecciones sitúan a los precios sin relación a valoraciones racionales. La clave está en invertir cuando las cotizaciones se sitúan por debajo de lo que estima como valor intrínseco, y confiar en la tendencia de los

mercados a corregir los excesos (Lowenstein, 1995, p. 39).

Las posiciones de Buffet respecto a las decisiones de inversión es preciso situarlas en contraste con las ideas predominantes entre académicos e inversores. Los innovadores en el nuevo campo tenían el reconocimiento de los Premios Nobel y la legitimación del rigor que se asigna al tratamiento de las matemáticas. Los nuevos protagonistas no eran economistas, de hecho algunos no habían estudiado nunca economía, ni eran tampoco analistas financieros buscando en los datos económicos y empresariales para encontrar los fundamentos del valor de los títulos, ese impreciso “valor intrínseco”. Esa tarea estaba ya realizada por el mercado y los precios asignados respondían a la *Verdad*. Como se ha expuesto:

“Esos inversores dirigidos por ordenador no podían preocuparse menos acerca de los “fundamentales” de las empresas, o cualidades amorfas como la moral de los empleados o la experiencia de los ejecutivos. Eso quedaba para los dinosaurios de Wall Street, los Warren Buffetts y los Peter Lynches del mundo, inversores que centraban su atención en factores tales como lo que hacían realmente las empresas y si lo hacían bien. Los *Quants* eran agnósticos sobre esos temas, dedicándose en cambio a predecir si la acción de una compañía subiría o bajaría basándose en la consideración de un conjunto de variables numéricas tales como lo barato de una acción en relación al resto del mercado, la rapidez de las alzas o bajas, la combinación de ambos –y mucho más–” (Patterson, 2010, p. 3).

Samuelson, con mayor fe en la racionalidad del mercado, y más partidario de los métodos cuantitativos, estaba interesado por la figura excepcional de Buffet y como un teórico de los mercados eficientes siguió su trayectoria como inversor, como un “astrónomo podría maravillarse por una estrella misteriosa” (Ibídem, p. 309).

En el año 2003 Buffet matizó el alcance de las coberturas y de los riesgos de los productos derivados distinguiendo los efectos micro y macroeconómicos. A nivel micro esas coberturas pueden ser efectivas, pero a nivel macro –advirtió– los derivados pueden colisionar sobre Manhattan, Londres, Frankfurt, Hong-Kong y otras partes del globo (Schroeder, 2008, p. 735). Cuatro años después, los derivados fueron los vehículos de la crisis financiera internacional.

4.1.2 G. Soros

La actividad de Soros está muy centrada en los mercados internacionales. Defiende una regulación estricta de los mercados y denuncia su capacidad desestabilizadora. Su idea fundamental es la “reflexivity”, esto es la interrelación que existe entre los mercados y los sectores reales de la economía. Las cotizaciones de los mercados son un reflejo de las variables económicas pero, al mismo tiempo, influyen de forma decidida en la economía (1987). El episodio del boom bursátil de las acciones de Internet y de Telecomunicaciones constituye un claro ejemplo; el auge de los mercados financieros, la aceptación de las nuevas compañías con proyectos en esas áreas impulsó las innovaciones. El desplome de las acciones provocó el efecto contrario (Soros, 2002, p. 109).

El pensamiento de Soros se expresa con claridad en el dialogo siguiente:

Pregunta: “En los últimos veinte años se han hecho muchos progresos en la medición del riesgo para las carteras de inversión. ¿Por qué no emplea Ud. esos métodos cuantitativos científicos?”

Respuesta: “Porque no creo en ellos. Generalmente están contruidos sobre el supuesto de la teoría del mercado eficiente. Esa teoría está en conflicto con mi teoría del conocimiento imperfecto y de la “reflexivity”. Creo que esos métodos funcionan el 99 por ciento de las veces, pero fracasan el 1 por ciento, que es el que más me preocupa. Veo un cierto riesgo sistémico que no puede ser integrado en esos supuestos, que asumen generalmente un mercado continuo” (1995, p. 6).

La visión de Soros es crítica con los productos derivados por un triple motivo: a) el coste es excesivo en relación a la cobertura del riesgo que proporcionan; b) los productos derivados se construyen generalmente asumiendo la teoría de los mercados eficientes, y Soros está interesado en el riesgo sistémico que pueden generar los instrumentos que parten del supuesto de la continuidad de los mercados, y c) los productos derivados tienden a amplificar la volatilidad de los mercados impulsando las conductas seguidistas de la tendencia (Ibídem, pp. 5, 6, 107).

Lo que defiende Soros es una regulación global que establezca reglas de comportamiento a favor de reducir la volatilidad y el riesgo sistémico inherente en el funcionamiento del mercado en la actualidad:

“Por decir las cosas con claridad, las fuerzas del mercado, si se les da autoridad absoluta en el terreno económico y financiero, producen caos y pueden, en último término, provocar la destrucción del sistema capitalista” (Soros, 1998, p. xxvii).

Bajo los primeros efectos de la crisis financiera actual, Soros reactiva su ataque a la desregulación criticando la confianza en la autorregulación de las propias instituciones financieras:

“La creencia de que los mercados tienden hacia el equilibrio ha dado lugar a que se establezcan políticas de libertad a los mercados financieros. Denomino a estas políticas fundamentalismo de mercado, y creo que no es mejor que el dogma marxista” (2008, p. 93).

Se han destacado puntos comunes en la visión de los mercados de Soros y Keynes. Cross y Strachan (1997) señalan que ambos apuntan a las convenciones como pautas de comportamiento que marcan y refuerzan la tendencia de los mercados.

“En Soros esta el seguimiento de la tendencia seguida por los inversores, particularmente pronunciado en fondos cuyo resultado se mide en relación con el resto del mercado antes que en términos absolutos. La expectativa implícita en esa estrategia de inversión es la continuación de la tendencia. En Keynes la tendencia es denominada una *convención*, cuya característica esencial es que el estado actual de los negocios continuará indefinidamente”.

4.2 Académicos que se han inspirado en las ideas de Keynes

Entre los economistas críticos con la teoría de los mercados eficientes, y con la desregulación, que han destacado la inestabilidad de las finanzas y la influencia decisiva de la incertidumbre, he seleccionado a Minsky, Davidson y Stiglitz.

La conexión entre las ideas de los economistas es material delicado. Leijonhufvud (2009) ha puesto de relieve que aunque Minsky

declarara su inspiración en la obra de Keynes para formular sus ideas, su aportación aparece más en relación con la deficiente asignación de los austríacos y los excesos de inversión, que se manifestarían en desplomes de la rentabilidad respecto a las previsiones, que con el contenido de la Teoría General y su énfasis en la posibilidad de equilibrio con subempleo. Ciertamente es, sin embargo, que ni Mises ni Hayek pusieron el acento en las finanzas.

Los economistas de la escuela austriaca denunciarían los excesos de la intervención de los gobiernos en el sistema monetario. En la crisis actual apuntarían a la distinción entre la expansión económica sostenible fundada en el ahorro privado, y la insostenible fundamentada en la expansión del crédito propiciado por los bancos centrales. Sin embargo:

“Aunque estarían de acuerdo con Keynes y Minsky en que el exceso de crédito y la burbuja conducen a crisis peligrosas, no culparían al capitalismo de ese problema. Señalarían a las políticas de los gobiernos, en particular a las políticas monetarias relajadas, junto a las regulaciones e intervenciones que interfieren en el funcionamiento del libre mercado” (Roubini y Mihm, 2010, p. 54).

4.2.1 H.P. Minsky²²

Este economista falleció en 1996 pero la crisis financiera lo ha puesto de plena actualidad. De ser un heterodoxo, rara vez citado, y prácticamente ignorado por el pensamiento económico dominante, como destaca Skidelsky (2009, p. 42), sus análisis se han situado ahora en el centro de la escena, pero ya no en círculos heterodoxos sino en los centros de investigación de mayor respetabilidad y prestigio, incluyendo a la Reserva Federal y a los servicios de estudios de las principales instituciones financieras del mundo.

La obra de Minsky gira en torno a la hipótesis de la inestabilidad financiera y encuentra su inspiración en la de Keynes, a la que da una interpretación distinta de la ortodoxa y más difundida (Kindleberger, 1984, p. 366). En el libro de Minsky sobre Keynes expone con claridad el ángulo especial con el que considera las ideas esenciales del economista inglés. Considera Minsky (1975) tres características fundamentales para interpretar y entender a Keynes:

²² En mis escritos he prestado atención especial a la obra de Minsky por el doble motivo de estar interesado en la cuestión de la inestabilidad financiera y en la obra de Keynes. Mi primer trabajo sobre él data de 1985.

“Son el entorno cíclico, la incertidumbre, y la naturaleza de la inversión. Mientras que los economistas clásicos y la síntesis neoclásica se fundamentan en el paradigma de la permuta –la imagen de un pequeño agricultor o un artesano comerciando en el mercado del pueblo– la teoría keynesiana se apoya en el paradigma especulativo-financiero; la imagen es la de un banquero haciendo sus negocios en Wall Street” (pp. 57, 58).

Desde esa perspectiva, el mundo moderno está constituido por una malla de compromisos de pago, actuales y futuros, regulados por contratos. La cuestión clave es que los agentes económicos estén en condiciones financieras de cumplir los compromisos, la cual depende de la relación entre los flujos de ingresos y de pagos comprometidos.

Minsky (1986, pp. 206-213) clasifica las unidades económicas en función de la relación entre ingresos y servicios de deuda, tipificando tres situaciones:

- 1) **Situación financiera equilibrada.** Economías domésticas y empresas cuyos ingresos regulares superan con holgura las deudas contraídas; empresas rentables sin deuda importante a corto plazo cuya financiación descansa básicamente en sus recursos propios.
- 2) **Situación financiera especulativa.** Se caracteriza porque en algunos períodos, sobre todo próximos en el tiempo, la corriente de pagos excede la de los ingresos previstos. Sin embargo, el valor actualizado del cash-flow esperado supera al correspondiente de las obligaciones contraídas, por lo que se trata de refinanciar las posiciones ocasionales de déficit financiero.
- 3) **Situación financiera Ponzi²³.** Los intereses a pagar son superiores a los ingresos previstos, y el mantenimiento de la actividad exige el aumento del endeudamiento. La viabilidad a largo plazo descansa en la expectativa de revalorización de activos que se poseen en contrapartida al endeudamiento.

²³ Practicas de un Bostoniano de ese nombre que montó un esquema piramidal (como el reciente de Madoff) prometiendo altos rendimientos que pagaba no con la rentabilidad de las inversiones sino con el flujo de nuevos ahorradores.

La afirmación fundamental de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky es que la estructura financiera de la economía evoluciona pasando de la fortaleza a la fragilidad en la fase de crecimiento económico, aumentando la tasa de endeudamiento al generalizarse el supuesto de que, en el futuro, la economía se comportará de la misma forma, y los agentes económicos podrán validar los compromisos financieros adquiridos. Cuando las expectativas económicas se debilitan, se pone de manifiesto la fragilidad de las posiciones de deudas asumidas, se debilita la valoración de los activos, y se modera el nivel de endeudamiento.

Se llega a así a lo que se ha denominado momento Minsky: "... cuando el mercado súbitamente toma conciencia del nivel de las pérdidas potenciales acumuladas y rehúsa conceder préstamos adicionales" (White, 2009, p. 4).

Nótese que en el esquema de Minsky la crisis no se genera simplemente en el sistema bancario. Desde la década de 1970, la construcción de Minsky apunta hacia los excesos de endeudamiento de los sectores reales, asistidos y aceptados por el sistema financiero, los que provocan la escalada que culmina en la crisis bancaria (Toporowski, 2010, pp. 366, 367).

De manera que en el período de auge se incuban los desequilibrios posteriores; la inestabilidad es endógena y el comportamiento de la economía es cíclico inducido por los compromisos de deuda asumidos y por las expectativas económicas. Por eso, según Minsky, lo que debe llamar la atención no es la inestabilidad financiera, sino los escasos períodos de estabilidad. El más reciente, e importante, se produjo en la etapa 1945-1975 al darse unas condiciones excepcionales a favor de unas finanzas sólidas:

- La legislación financiera, consecuencia de la Gran Depresión limitó la competencia, y estableció una rígida compartimentación de las actividades financieras.
- La experiencia de la Gran Depresión desarrolló actitudes conservadoras ante el endeudamiento.
- El papel creciente del gobierno, a partir de niveles reducidos, impulsó la economía y facilitó deuda pública como el activo financiero básico para la banca comercial.
- En el período de posguerra los tipos de interés permanecieron muy estables²⁴.

²⁴ La exposición anterior procede de mi libro: Torrero, 1993, pp. 29-34.

Una observación importante de Minsky es que la inestabilidad financiera incrementa la incertidumbre. Es mucho más difícil adoptar decisiones en una economía que experimenta cambios agudos que en otros que lo hace gradualmente. El incremento de la incertidumbre afecta a la actividad económica, especialmente a las inversiones a largo plazo. Los empresarios atisban señales sobre los cambios y se hacen más sensibles a los indicadores a corto plazo; trasladan su atención a los beneficios financieros inmediatos en vez de los que pueden obtener a largo plazo. Con terminología que evoca a Keynes, “en una economía inestable la especulación domina sobre la empresa” (Minsky, 1986, p. 17).

Terminaré aludiendo a Minsky y a Keynes; el pensamiento de ambos vuelve a estar de actualidad. En 1977 Minsky señalaba:

“En los últimos cuarenta años una interpretación de la teoría de Keynes, que virtualmente ignoraba su preocupación por los mercados financieros y su funcionamiento, ha sido asimilada por la teoría estándar. Ahora que los problemas de la economía y de la inestabilidad financiera aparecen considerables en el mundo, la cuestión relevante es sí aquellas partes de la teoría de Keynes que apuntan hacia una visión financiera y cíclica de la economía (que ha sido en gran medida ignorada en la construcción de la teoría estándar de hoy) puede servir como base de la nueva teoría que se necesita” (p. 290).

4.2.2 J.E. Stiglitz

La obra de Stiglitz relacionada con los mercados financieros es importante y extensa; la crisis actual ha impulsado sus escritos reafirmando sus planteamientos. En la obligada síntesis que sigue, considero como pivotes esenciales de su pensamiento:

- ☞ La especificidad de los mercados financieros y de las finanzas. La información asimétrica, la selección adversa y la incertidumbre respecto al futuro marcan diferencias esenciales con otros mercados y actividades.
- ☞ La crítica a la política liberalizadora, y la necesidad de regulación estricta, considerando los efectos de las finanzas sobre los sectores reales.

Stiglitz se ha mostrado muy crítico sobre las consecuencias negativas que pueden derivarse del exceso de competencia en los mercados financieros. Con particular severidad ha juzgado la presión

liberalizadora del Fondo Monetario Internacional (FMI), que cree fomentada no por la teoría o la evidencia empírica, sino por la conveniencia de impulsar a los mercados financieros basadas en la coincidencia de ideologías e intereses (Stiglitz, 2004, p. 58).

El elemento distintivo fundamental de las finanzas es que asignan recursos *hoy* frente a unas promesas de retorno o rentabilidad *futura*. En consecuencia, los mercados de capital no pueden funcionar simplemente como mercados de subasta, ya que tienen que incorporar la posibilidad de que el demandante no cumpla con las condiciones establecidas.

De esta forma, cuando se introduce la incertidumbre respecto al cumplimiento de las obligaciones pactadas en el futuro, la distinta información de los contratantes, y los incentivos para modificar el riesgo de las operaciones, se entra en un marco que dista mucho del convencional según el cual el capital es líquido y fluye libremente buscando la mayor rentabilidad:

“El modelo estándar de equilibrio general no ayuda a comprender los mercados de crédito, y puede incluso inducir a error. Puede confundirnos porque nos habitúa a considerar el precio del crédito –el tipo de interés– como cualquier otro que se ajusta para saldar el mercado. El tipo de interés no es un precio convencional. Es la promesa de pagar una cantidad en el futuro. Las promesas se incumplen frecuentemente” (Stiglitz y Greenwald, 2003, p. 27).

Los mercados financieros están sometidos a crisis de inestabilidad que sólo pueden paliarse mediante una regulación estricta. La eliminación de la legislación Glass-Steagall la considera con especial dureza porque implicó un aumento de la propensión al riesgo y provocó un mayor grado de concentración:

“La consecuencia más importante de la anulación de la legislación Glass-Steagall fue indirecta. Cuando se equipararon los bancos comerciales y los de inversión, estos últimos impusieron su cultura. Lo que se pretendía eran altos rendimientos que sólo podían ser obtenidos por una mayor proporción de endeudamiento y la asunción de un nivel de riesgo más alto. Se produjo, además, otro resultado: una mayor concentración del sistema bancario con bancos cada vez mayores en un entorno menos competitivo” (Stiglitz, 2010a, p. 163).

La crisis financiera ha puesto en evidencia lo inadecuado del marco regulador y supervisor; seguramente son excesivas las esperanzas depositadas en que la crisis financiera actual obligue a una revisión en profundidad de la organización financiera y, sobre todo, de las ideas. La más importante es que los mercados se autorregulan. La regulación actual y las instituciones reguladoras han fallado en parte porque no es probable conseguir una regulación efectiva si los reguladores no creen en las regulaciones. Pero los mercados no se ajustan automáticamente, al menos en el entorno temporal relevante (Stiglitz, 2009, p. 78).

Stiglitz ha combatido en las tres últimas décadas las ideas fundamentales aceptadas. Tiene la fundada esperanza de que la crisis financiera desacredite la Hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH) que entiende ha tenido un papel relevante en el fracaso de la Reserva Federal (FED). Si fuera cierta la hipótesis, las burbujas no existirían; la idea sostenida por la FED de que las burbujas no pueden detectarse hasta que estallan, que son fenómenos impredecibles, implica un conformismo y una pasividad que a la vista del desastre financiero actual, es difícil compartir. Stiglitz apunta que aunque no se conozca con total seguridad que existe una burbuja, pueden establecerse proposiciones probabilísticas con fundamento (2010(b), p. 269).

Por último, las innovaciones financieras, y en particular los productos derivados son objeto de la crítica con un argumento que la crisis financiera ha puesto de relieve:

“La utilización creciente de los productos derivados es una fuente adicional de inestabilidad asociada con la liberalización de los mercados financieros. Aunque el incremento acelerado de los derivados ha ayudado a reducir la “inestabilidad microeconómica”, creando técnicas de cobertura que permiten a los agentes individuales compensar sus riesgos, pueden haber incrementando la “inestabilidad macroeconómica”. Los derivados han reducido la transparencia, permitiendo posiciones fuera de balance que son difíciles de regular, y han aumentado la velocidad de respuesta del mercado ante cambios súbitos en la opinión y en las expectativas” (Stiglitz et al. (1996, p. 176)).

4.2.3 P. Davidson

La obra de Davison gira en torno a criticar la síntesis neoclásica, que incorporó la aportación de Keynes al tronco general del análisis económico, pero sin recoger las ideas fundamentales del economista inglés sobre el funcionamiento monetario y financiero de una economía moderna. La cuestión fundamental reside en la consideración de la incertidumbre, que tiene especial trascendencia en la organización financiera que se ha desarrollado desde la década de los setenta del pasado siglo.

La clave reside en lo que Davidson denomina el axioma “ergodic”, esto es, el supuesto de que es posible pronunciarse con fundamento sobre el futuro a partir del patrón del comportamiento del pasado:

“Si uno concibe que el comportamiento de una economía en el tiempo y el futuro está gobernado por lo que los estadísticos denominan un proceso estocástico (probabilidad), entonces el resultado futuro de una decisión actual esta determinado por una distribución de probabilidad... Dado que es imposible obtener una muestra del futuro, el supuesto de la economía está determinado por un proceso estocástico “ergodic” permite al analista asumir que las muestras de datos pasados y actuales equivalen a la correspondiente a una muestra del futuro. En otras palabras, el axioma “ergodic” implica que lo que suceda en el futuro es una sombra estadística de los datos actuales y pasados” (Davidson, 2007, p. 31).

El pensamiento clásico y neoclásico ha asumido, para Davidson, un mundo “ergodic”. Según Samuelson, protagonista fundamental de la síntesis neoclásica, si los economistas aspiraran a remover la economía del terreno de la historia, y situarla en el de la ciencia, tendrían que asumir la hipótesis “ergodic” (Davidson, 2009, p. 37).

En una carta a *The Economist* dirigida a Samuelson, Soros argumenta que la hipótesis ergodic de aquel no permite la interacción (*reflexivity*) que caracteriza al mundo de los negocios. Por eso, señala Davidson, que el concepto de *reflexivity* de Soros equivale a la posición de Keynes de rechazar que el mercado se comportara de manera previsible (Ibídem, p. 46).

La consideración de Keynes de un mundo “incierto” conlleva una desconfianza en el armónico mundo de los mercados eficientes,

induciéndonos a aceptar instituciones que mitiguen en la práctica los efectos de nuestra ignorancia del futuro. Por esto, Davidson contrapone la EMH a la cual considera la columna vertebral de la visión ortodoxa, cuyo principio esencial es que los mercados son los que más saben, con la teoría de la preferencia por la liquidez de Keynes que asigna al mercado la función esencial de proporcionar liquidez:

“Existen dos grandes teorías alternativas e incompatibles de los mercados financieros: (i) la teoría clásica del mercado eficiente y (ii) la teoría de Keynes de la preferencia por la liquidez. Proponentes de la primera urgen a la liberalización de los mercados financieros, mientras que la segunda sugiere la necesidad de una regulación vigilante con instituciones y normas que moderen el comportamiento de los que participan en el mercado” (Davidson, 2004, p. 15).

A partir de estos planteamientos, Davidson critica el proceso de liberalización de los mercados financieros que se inicia en los años setenta y culmina con la abolición de la legislación Glass-Steagall de 1999 y la *Commodity Trading Modernization Act* (CFTC) de 2000 que promovió el desarrollo de los productos derivados. A propósito de esta última, Davidson señala:

“El promotor, el Senador de Texas Phill Gramm se dice que declaró que la ley aseguraría que ninguna de las dos agencias del Gobierno, la Securities and Exchange Commission (SEC) y la CFTC, regularían los nuevos instrumentos financieros que se estaban desarrollando, especialmente los seguros de buen fin de los créditos (*Credit Default Swaps*, CDS). Gramm proclamaba que la aprobación de la ley protegería a las instituciones financieras de excesos regulatorios y que permitiría a éstas ser líderes mundiales al incentivar las innovaciones de productos financieros en los mercados” (2009, p. 93).

Evocando la frase de Buffett sobre los productos derivados, Davidson señala que si “Keynes viviera hoy hubiera calificado la teoría del mercado eficiente como un ‘arma de destrucción matemática’” (Ibídem, p. 41).

5. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

5.1 La globalización de las finanzas

La crisis está poniendo en evidencia a las ideas que han servido de soporte a la evolución de las finanzas en las últimas cuatro décadas. Estas eran:

- ☞ La creencia en la capacidad de cuantificar el riesgo.
- ☞ Las virtudes de la liberalización financiera y la exaltación de la competencia.
- ☞ Lo positivo del predominio de los mercados sobre la intermediación bancaria.
- ☞ La conveniencia de la internacionalización de las finanzas.
- ☞ La dimensión de las finanzas (financiarización), y su impulso al crecimiento económico.

En cuanto a las ideas, la situación actual recuerda el desconcierto en los años de la Gran Depresión. Entonces, también de forma súbita, se produjo la hecatombe; como ahora, empezó en los Estados Unidos; se extendió con rapidez a escala internacional; asimismo, la confusión intelectual fue notable.

El seguimiento de las ideas de Keynes, cuando intentaba comprender lo que estaba sucediendo, prueba la dificultad del empeño, y del tiempo que llevó desentrañar progresivamente la esencia del fenómeno.

La dificultad me parece ahora todavía mayor. El sistema financiero es mucho más complejo, y las ideas en economía están apoyadas, no sólo en una potente construcción teórica, sino también en los intereses de los profesionales del mundo académico en sintonía con instituciones financieras gigantescas, con gran poder de intimidación teórica, política y económica.

Como ha ocurrido en otras ocasiones, exponer las carencias de las ideas predominantes es más fácil que sustituirlas o modificarlas sustancialmente. Ese fue el objetivo de Keynes cuyo esfuerzo intelectual desde 1929 trataba de comprender lo que estaba sucediendo y proponer un análisis alternativo (La Teoría General). Después de la segunda guerra mundial, hasta su muerte en 1946, contribuyó a la creación del orden institucional en Bretton Woods que evitara la repetición de un desastre similar.

Los economistas que cabe incluir en el campo de los postkeynesianos críticos de la síntesis neoclásica, han puesto de relieve los decepcionantes resultados de la liberalización internacional de las finanzas. No se han cumplido las expectativas a favor de la asignación de recursos a los países con mayores necesidades de capital; tampoco ha servido como mecanismo favorecedor del equilibrio de las Balanzas de Pagos; ni ha impuesto mayor disciplina a los gobiernos en relación al volumen de endeudamiento (De Melo Modenesi y Lyrio Modenesi, 2008, p. 568). El juicio de Rodrik y Subramanian (2009) es inequívoco:

“La globalización financiera no ha generado incrementos de inversión o mayor crecimiento en mercados emergentes. Los países que han crecido más rápidamente han sido los que han dependido menos de las entradas de capital. La globalización financiera no ha llevado a una mayor estabilidad en el consumo o a menor volatilidad” (p. 136).

Aunque se hayan esgrimido argumentos similares para defender la globalización financiera y la comercial, ya he dejado constancia de la distinción entre ambas. Especial contundencia tiene el ejemplo de China, que ha hecho, y está haciendo, todo lo posible por aprovechar la vía del comercio internacional, pero resistiendo numantamente los requerimientos y las presiones para liberalizar las finanzas en el interior y con el exterior. Cuestión aparte es que el caso chino pueda imitarse por otros países, o pueda prolongarse indefinidamente.

En la mayor parte de los países emergentes, la globalización financiera ha permitido tasas de crecimiento inmediatas, pero con desequilibrios posteriores a través de apreciaciones del tipo de cambio, desmantelamiento industrial y desastres provocados por huidas súbitas de capital (Bresser Pereira, 2010). Según la investigación de Arestis y Carner (2010):

“Todos los resultados de las regresiones expuestas en Tablas 2-7 sugieren que la liberalización de la cuenta de capital no aparece asociada con el retroceso significativo del ratio de pobreza o un incremento de la participación de los pobres en la renta. De hecho, de acuerdo con nuestras estimaciones, la liberalización de capital incrementa la pobreza” (p. 321).

Las críticas a los aspectos negativos de la globalización de las finanzas de los economistas postkeynesianos son anteriores a la crisis financiera que se produce a partir del otoño del 2007, aunque ésta las haya acentuado. En el plano internacional, las fuertes fluctuaciones de los tipos de cambio, los movimientos especulativos en los mercados, y los desequilibrios de las balanzas de pagos han centrado los análisis. En consecuencia, los economistas postkeynesianos tienden a pronunciarse a favor de medidas que reduzcan la incertidumbre y proporcionen mayor estabilidad a los mercados. Esas medidas incluyen los controles de capital, la preferencia por tipos de cambio fijos, y el establecimiento de instituciones supranacionales con poder suficiente para regular la actividad de los bancos centrales y supervisar el sistema financiero internacional (Smithin, 2001, p. 114).

El autor citado apunta a cinco grandes principios de las finanzas internacionales sobre los cuales seguramente estarían de acuerdo los economistas postkeynesianos:

- 1) Los regímenes de tipo cambio y las instituciones financieras internacionales no son un fin en sí mismo, sino medios para conseguir un objetivo concreto.
- 2) No apoyarían recetas *laissez-faire* simplemente porque fueran soluciones de mercado.
- 3) Rechazarían la opinión de que el proceso de globalización sea inexorable o irreversible como si fuera una ley natural.
- 4) Estarían a favor de soluciones que incrementaran la estabilidad y la reducción de la incertidumbre.
- 5) Los acuerdos en las finanzas internacionales deberían permitir el establecimiento de políticas públicas nacionales (Ibídem, pp. 122, 123).

Las consecuencias políticas y sociales de la ruptura de Bretton Woods y la globalización financiera han sido importantes para los países con tradición de concertación y amplia presencia de políticas de bienestar social. La mayor movilidad de las finanzas y de las empresas ha debilitado la tendencia a los acuerdos (Cohen, 1996, p. 272).

Frieden (2006) ha señalado al respecto:

“El Estado de bienestar socialdemócrata formaba parte integral del sistema de Bretton Woods. Facilitaba acuerdos políticos, especialmente entre el trabajo y el capital... la

política de los gobiernos suavizaba los movimientos más agudos del ciclo de los negocios; los períodos de expansión tenían una duración más del doble que en el pasado, y los de recesión la mitad...” (p. 299).

Las reservas ante la globalización financiera de los postkeynesianos se situaban en las antípodas de la buena nueva anunciada con esperanza y complacencia por T.L. Friedman. En su libro de gran éxito (1999) anunciaba los efectos uniformadores de la “camisa de fuerza dorada” (*Golden straitjacket*) que dejaba poco espacio para decidir (Coca-cola o Pepsi) a los países integrados en las finanzas mundiales:

“Los Gobiernos, estén dirigidos por Demócratas o Republicanos, Conservadores o Laboristas, Gaullistas o Socialistas, Cristiano Demócratas o Social Demócratas –que se desvíen demasiado de las reglas esenciales– verán como los inversores huyen en estampida, los tipos de interés se elevan, y las cotizaciones de las acciones caen en la bolsa” (p. 106).

En opinión del autor citado, “la interacción entre el Rebaño Electrónico, las Naciones-Estado, y la Camisa de Fuerza Dorada, se sitúa en el centro del sistema de globalización actual” (Ibídem, p. 110) Señalaba: “La forma en la cual los dirigentes, individuos, inversores y empresas están aprendiendo a ajustarse a este sistema de globalización es realmente el sello distintivo del final del siglo veinte. Hay una cosa más que quiero decir al respecto: No hemos visto nada todavía” (Ibídem, p. 139). Efectivamente, nos quedaba por ver la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión.

En un libro posterior (T.L. Friedman, 2005) insistía en el triunfo de los mercados financieros destacando el papel rector de los Estados Unidos en este nuevo mundo. Recogía, con fruición, unas declaraciones de D. Foster, director de Mckinsey & Co: “Nosotros en los EE.UU. tenemos una ‘política industrial’ –se llama la bolsa...– es donde el capital riesgo se recoge y asigna a las ideas emergentes o a las empresas en crecimiento, y ningún mercado de capital en el mundo es mejor ni más eficiente que el americano” (2005).

La crisis financiera ha cortado las optimistas perspectivas de T.L. Friedman. La globalización ha impuesto el contagio de los sistemas financieros, la pérdida de autonomía de los países para decidir sus políticas en función de objetivos nacionales, y el predominio de los

intereses privados en la dirección de la economía. Sin embargo, la crisis no ha alterado sustancialmente el proceso de convergencia de los modelos nacionales hacia el tipo anglosajón de capitalismo que algunos autores habían advertido con anterioridad (Underhill y Zhang, 2003).

Rodrik (2011) ha sintetizado la situación:

“A largo plazo será necesario hacer frente a un problema más profundo: la desregulación y la búsqueda de la hiperglobalización han permitido que se cree un enorme abismo entre el ámbito de los mercados financieros y el alcance de su gobernanza. A escala nacional, se han creado acumulaciones de riesgo sistémico a las que no alcanzan la regulación y la supervisión pública” (pp. 147, 148).

En este espíritu de recoger velas en un proceso de globalización que ha quedado fuera de control, hay que situar la carta que encabeza Stiglitz (2011) dirigida a las principales autoridades de los Estados Unidos:

“Dada la severidad de la crisis financiera global y sus consecuencias, las naciones necesitarán disponer de todas las herramientas posibles para prevenir y mitigar las crisis financieras. Aunque las regulaciones de la cuenta de capital no sean la panacea, esta nueva investigación apunta hacia un consenso emergente hacia que las técnicas de gestión del capital deberían ser incluidas entre las ‘medidas micro-prudenciales cuidadosamente diseñadas’, apoyadas por los líderes del G-20 en la reunión de verano de Seul” (p. 2).

5.2 Situación actual de las finanzas

La situación actual de las finanzas mundiales sólo cabe calificarla como de gran confusión. En 1973 se clausuró el sistema de Bretton Woods y los tipos de cambio pasaron a determinarse en los mercados de divisas. El centro del sistema financiero mundial continuaba siendo los Estados Unidos pero ya en un plano diferente. Ahora los protagonistas eran los inversores privados que operaban a nivel global, aunque los Estados Unidos continuaban siendo la principal referencia de estos inversores, la mayoría de los cuales eran norteamericanos.

En las décadas siguientes los inversores institucionales cobraron protagonismo creciente y se internacionalizaron. Se entra así en la etapa del “*Money manager capitalism*” como Minsky lo denominó en los últimos años de su vida. Esa fase se caracteriza por ser vulnerable a las crisis, los mecanismos de seguridad (*safety nets*) se han debilitado, con lo que cualquier perturbación financiera puede provocar una crisis económica (L. Randall Wray, 2009, p. 808).

Los gestores de inversión profesionales constituyen un colectivo con sus convenciones e intereses específicos, destacando su tendencia al comportamiento gregario que es una respuesta racional a los estímulos del mercado con respecto a los propios gestores. Interesa destacar ahora que entre las instituciones de inversión han cobrado gran importancia los fondos de pensiones y los fondos soberanos, nutridos estos por los superávits de los países con excedentes en sus balanzas de pagos. El peso de estas instituciones ha crecido de forma espectacular, operan en todos los mercados y ya no son instituciones exclusivamente norteamericanas.

De manera que la nave de las finanzas internacionales no tiene un piloto definido; el poder financiero se ha fragmentado entre tres protagonistas: 1) los Estados, que persiguen sus propios intereses; 2) las instituciones internacionales, básicamente el FMI, despojado de su labor estabilizadora de los tipos de cambio y también, como he señalado, ha renunciado a su papel como impulsor de la liberalización financiera, aunque recuperando posiciones por las exigencias estabilizadoras de la crisis actual; 3) y el sector privado, con la inversión institucional con un peso creciente, aunque difuminado entre miles de gestores, con sus propios intereses como colectivo, condicionados por la política de sus propietarios en el caso, sobre todo, de los fondos soberanos, que incorporan a sus decisiones de inversión la política de sus países.

La ausencia de un poder hegemónico conlleva inestabilidad. Las ideas al respecto de Kindleberger (1973) son bien conocidas:

“El sistema económico y monetario internacional necesita en tales condiciones un liderazgo, un país que esté preparado consciente o inconscientemente bajo algún sistema de reglas que ha incorporado, a imponer pautas de conducta a otros países, y a buscar que los otros le sigan, a asumir una parte de las cargas del sistema más allá de lo equitativo y, en particular, a sostenerlo en situación de adversidad, aceptando sus excedentes de mercancías,

manteniendo un flujo de capital de inversión y descontando papel comercial” (p. 32).

Como ha señalado Cohen (2008a), en la evolución de las finanzas internacionales de los dos últimos siglos se observa, conforme a las ideas de la Teoría de la Estabilidad Hegemónica (TEH) propuesta por Kindleberger, que los períodos de estabilidad tienen lugar bajo la influencia de un país dominante en las finanzas internacionales. En las dos etapas de estabilidad: el patrón oro y Bretton Woods, el Reino Unido en el primero, y los Estados Unidos en el segundo, marcaron la pauta.

El período de entreguerras, en contraste, fue de aguda inestabilidad por el declive del Reino Unido y la renuente disposición de los Estados Unidos, por circunstancias políticas internas, a asumir el protagonismo. La Gran Depresión fue una conmoción de tal calibre que indujo a la desconfianza en los mercados financieros y facilitó el espíritu de colaboración en el alumbramiento de Bretton Woods.

La estabilidad financiera internacional debe considerarse –según Kindleberger– como un bien público puesto que se dan las dos premisas que lo caracterizan: 1) que nadie pueda quedar excluido, esto es que pueda beneficiarse incluso el que no contribuya, y 2) que la utilización del bien no reduzca sustancialmente su disponibilidad para los demás (Ibídem, p. 72).

La transformación que se ha producido dista mucho de la dirección por parte de una potencia hegemónica; el protagonismo ha pasado progresivamente a los mercados intensificándose la interrelación entre las naciones.

Cohen (2008b) ha resumido la transformación que se ha operado en las finanzas internacionales destacando dos tendencias fundamentales:

“La primera, la redistribución de poder *entre Estados*, que ha supuesto principalmente el declive relativo de la preeminencia espectacular ejercida por los Estados Unidos. La segunda, la redistribución de poder desde los *Estados a los mercados*, lo cual implicó un incremento relativo del papel de los actores no estatales en decidir cuestiones tan fundamentales como los tipos de cambio o el acceso al crédito” (p. 6).

El Sistema Financiero Internacional vigente desde 1973 se ha ido conformando de forma espontánea respondiendo a los estímulos en cada momento. La crisis financiera ha requerido la colaboración internacional de los Gobiernos y Bancos Centrales ante las urgencias impuestas por la globalización y el alto grado de interconexión financiera entre los países. En un ensayo clarificador, Padoa-Schioppa (2010) ha mostrado como, a consecuencia de la interdependencia, la soberanía monetaria de los países, antes indiscutible, no puede considerarse absoluta en la actualidad.

La política monetaria global, no obstante, está fuertemente influenciada por la FED, que la diseña e instrumenta sobre la base de sus objetivos nacionales. Los cimientos del mecanismo no ofrecen demasiada confianza:

“El papel central del dólar en el sistema actual se debe básicamente a la elección de un gran número de países de estabilizar sus monedas en relación al mismo. Este papel es la principal fuente de inestabilidad en el sistema monetario internacional: de un lado transmite los impulsos de la política monetaria de los Estados Unidos a la mayor parte del mundo; de otro excluye a los Estados Unidos de la disciplina a la cual otros países han de supeditarse” (Padoa-Schioppa, 2010, p. 11).

Perfeccionar un marco monetario internacional más estable es extraordinariamente difícil, puesto que supondría coartar lo que se ha denominado “excepcional privilegio del dólar”. Además, siguiendo de nuevo al autor citado, no existe consenso en la comunidad de expertos sobre cuáles serían las líneas maestras del nuevo orden, y las naciones se resisten a ceder parte de lo que consideran soberanía intocable a la institución supranacional que precisaría el nuevo orden (Ibídem, p. 13).

El problema planteado es como conciliar el ámbito nacional de las regulaciones monetarias y financieras con la realidad internacional del funcionamiento de mercados e instituciones. Por deseable que se considere el establecimiento de normas a nivel global parece que la esperanza al respecto es reducida en un próximo futuro. Una aproximación pragmática ha de centrarse, por tanto, en fortalecer los mecanismos de cooperación entre autoridades nacionales (Brunnermeier, 2008, p. 56).

La crisis asiática de 1997-1998, la del Long-Term-Capital-Management (LTCM) de 1998 y la bursátil de las empresas tecnológicas del 2000-2002 hicieron alguna mella en el discurso desregulador y liberalizador de las finanzas²⁵ pero sin conmover la fe en las bondades de los mercados y de la autorregulación financiera. El defensor más importante de la ortodoxia entonces imperante, Greenspan, con el telón de fondo de la crisis monetaria asiática, rechazaba de plano la necesidad de un superregulador.

En la autobiografía de Greenspan, publicada precisamente en el 2007, las apelaciones a su concepción libertaria de la economía y de las finanzas, son constantes. La regulación global no es viable por su complejidad y es manifiestamente dañina: “La regulación por su naturaleza, inhibe la libertad de la acción de mercado, y esa libertad para actuar de forma expeditiva es la que reequilibra los mercados” (p. 567).

Los mercados autorregulados con la vigilancia activa de los prestamistas son los únicos jueces porque: “El fracaso del mercado es la rara excepción, y sus consecuencias pueden aliviarse mediante un sistema económico y financiero flexible” (p. 569). Pero no sólo se trata de ordenar a los mercados, sino a las sociedades de acuerdo con el nuevo credo:

“Las redes de seguridad social existen prácticamente en todas partes en mayor o menor medida. Por su naturaleza, inhiben el ejercicio pleno del *laissez-faire*, sobre todo mediante leyes laborales y programas de redistribución de renta. Pero ha quedado de manifiesto que, en un mundo globalizado competitivo, existen límites al tamaño y naturaleza de las redes de seguridad social que los mercados pueden tolerar sin consecuencias económicas severamente negativas. La Europa continental, por ejemplo, lucha en estos momentos por encontrar un modo aceptable de reajustar a la baja las prestaciones de jubilación y la protección a los trabajadores contra la pérdida de empleo” (p. 584).

Con la crisis financiera iniciada en el otoño del 2007, y agravada un año después, la temperatura liberal ha bajado algunos grados. Ha sido llamativa la conversión de Greenspan y la asunción pública de

²⁵ Las dos últimas están consideradas de manera específica en mi libro (Torrero, 2006).

su responsabilidad²⁶ pero, seguramente, el aspecto en el que se ha dado otra vuelta de tuerca más significativa es la conveniencia o posibilidad de establecer controles a los movimientos de capital, para rebajar lo que se considera fluidez excesiva que facilita la transmisión internacional de la crisis. Permítaseme una breve actualización de esta cuestión ya abordada en el apartado 3.4.: “La internacionalización de los movimientos de capital”.

Uno de los críticos más severos de la globalización financiera es Rodrik. Advierte del cambio en las ideas que está produciendo:

“El consenso intelectual que era el fundamento de nuestro modelo actual de globalización había empezado ya a evaporarse antes de que la economía mundial se viera envuelta en el gran crac financiero de 2008. Hoy, la seguridad de quienes animaban a la globalización ha desaparecido prácticamente, y ha visto sustituida por dudas, preguntas y un elevado escepticismo” (2011, p. 17).

Por eso, en el trilema político fundamental de la economía mundial: no podemos perseguir simultáneamente democracia, autonomía nacional y globalización económica, el eslabón más vulnerable es este último:

“Voy a ser claro respecto a lo que elijo yo: tanto la democracia como la autodeterminación nacional deben primar sobre la hiperglobalización. Las democracias tienen el derecho a proteger su organización social, y cuando este derecho interfiere con los requisitos de una economía global, es esta última la que debe dejar paso” (Ibídem, p. 21).

Desde la crisis monetaria asiática, y la positiva experiencia de Malasia que estableció controles al capital internacional, las reticencias a las bondades de la liberalización habían aumentado. E.M. Reinhart (2009) había señalado que: “*Los períodos de alta movilidad del capital internacional, habían producido repetidamente crisis bancarias internacionales, no sólo en las conocidas de los años 1990s, sino históricamente*” (p. 13).

²⁶ En Torrero (2011, pp. 100-102) expuse con algún detalle la comparecencia de Greenspan ante el Congreso el 23 de Octubre del 2008.

Era cada vez más evidente el débil peso de los argumentos asociados a la eficiencia en la asignación de los recursos con el agravamiento de la crisis. La última línea de defensa ponía el acento en el papel indirecto y catalítico de la liberalización, al disciplinar las políticas macroeconómicas y estimular la competitividad de las empresas nacionales. Como se ha señalado, había beneficios colaterales significativos en la liberalización de las finanzas.

La crisis actual ha socavado también este argumento, en especial la capacidad de las finanzas para disciplinar a los agentes económicos. Lo que se ha producido es una perversión generalizada; el estímulo de la ganancia inmediata ha debilitado las cautelas aceptándose un riesgo excesivo que se ha propagado en cadena, aunque se suponía disciplinado por la contrapartida de las operaciones. Una vez más se ha puesto de relieve la dificultad de domesticar a las finanzas, un sector que es, al tiempo, el “aliento vital de todas las economías modernas y la mayor amenaza a su estabilidad” (Ibídem, p. 145).

Suscribo los recelos y suspicacias hacia los efectos de la liberalización de los flujos de capital, reconocidos ya de forma explícita por el FMI. La cuestión, sin embargo, no puede limitarse a la crítica y se entra, así, en territorios prácticamente inexplorados. Las experiencias más conocidas de la adopción de controles (Chile y Malasia) no despejan las dudas de la diversidad de situaciones, efectos y respuestas que han tenido lugar en otros países (Magud et al., 2011).

El panorama financiero actual ha puesto en cuestión, pues, la conveniencia de liberalizar los mercados, y el conflicto entre las naciones y la globalización financiera. En los albores de la crisis financiera Greenspan (2007) no sólo proclamaba las virtudes de la liberalización financiera sino que advertía de la complejidad a la que habían llegado las finanzas:

“Los mercados se han vuelto demasiado enormes, complejos y veloces para estar sometidos a la supervisión y regulación del siglo XX. No es de extrañar que este mastodonte financiero globalizado escape incluso a la comprensión de los agentes del mercado más sofisticados” (p. 566).

La dimensión y la complejidad obligan, según Greenspan, a que la supervisión de las transacciones se realice básicamente por medio de la vigilancia de la contraparte entre los participantes en el

mercado.

Las ideas de Greenspan, que nos han llevado a la crisis actual, parten de dos supuestos esenciales: 1) que cuanto mayor sea la dimensión de las finanzas, mejor, y 2) que la complejidad es signo de la capacidad de las finanzas para hacer frente a las necesidades sofisticadas que precisa el mundo moderno. Ambas cuestiones precisan de revisión y están, a mi juicio, en el centro de las ideas a debatir.

En cuanto a la dimensión de las finanzas, en un trabajo de publicación reciente (Torrero, 2012) he intentado mostrar como la expansión de las instituciones financieras, del crédito, y del volumen de transacciones, han conducido a un sobredimensionamiento de las propias empresas financieras, supone un sobre coste para la economía real y da lugar a un nivel de endeudamiento de los agentes económicos imposible de sostener. Lo que se está imponiendo ahora es un desapalancamiento de familias, empresas no financieras, y empresas financieras, que es una operación difícilísima y depresiva, con la contrapartida de una elevación del endeudamiento público que tiene soportar y suavizar los costes de ese doloroso e imprescindible ajuste.

De manera que, cuantas más finanzas mejor, es una proposición que la crisis ha puesto en evidencia. Lo que es preciso es reducir su tamaño y el endeudamiento de los agentes económicos, en particular de las entidades financieras y de las familias. La herencia es el gran stock de deuda pública alimentado por la propia crisis.

El segundo supuesto: la complejidad de los instrumentos financieros, en particular de los productos derivados para hacer frente a la sofisticación del mundo moderno, precisa también de precisiones. Tengo en gran consideración los planteamientos de Volcker, que precedió a Greenspan en la FED, y que se ha mostrado extremadamente crítico con las innovaciones financieras y la complejidad de las finanzas actuales:

“Había demasiada opacidad, demasiadas complicaciones y poca comprensión en la ingeniería financiera compleja de personas que, en mi opinión, no conocían los mercados financieros. Sabían matemáticas. Creían que los mercados financieros se regían por leyes matemáticas...” (2009, p. 3).

Con la crisis financiera han surgido propuestas de reforma abogando por la reducción de la dimensión de las entidades financieras susceptibles de riesgo sistémico, por ser demasiado grandes para que los gobiernos permitan la caída, o por el nivel de interconexión con otras entidades que pudieran provocar una crisis sistémica.

Los grandes bancos de inversión han sido colocados bajo la cobertura de la FED; estas entidades han sido los principales protagonistas del proceso de innovación financiera y casi todas se han incorporado a grandes instituciones financieras. Resultado final: el incremento espectacular de la dimensión de los grupos financieros; el aumento del nivel de concentración, y la intensificación de la interconexión entre las entidades. En definitiva, se ha amplificado el riesgo sistémico con estos grandes conglomerados.

El Fondo Monetario Internacional (2010) ha estudiado el nivel de concentración e interconexión de los principales grupos:

“El sistema financiero global está altamente concentrado. La intermediación financiera global la realizan 20 instituciones (LCFI; *large, complex financial institutions*), que operan en varias jurisdicciones y plataformas de liquidación y pagos” (p. 6).

Las instituciones claves pertenecen a los siguientes países:

CUADRO 1.

País	Instituciones
Estados Unidos	8
Reino Unido	4
Alemania	1
Francia	2
Suiza	2
Holanda	1

Estas grandes instituciones constituyen, de hecho, la columna vertebral del Sistema Financiero Mundial. Sus servicios de estudios disponen de ingentes medios materiales e intelectuales, y concentran la capacidad de servicio y asesoramiento de los gestores profesionales de las carteras institucionales que constituyen el brazo

armado de las finanzas actuales. Los gobiernos no pueden obviar el juicio de estos grandes grupos que con las agencias de calificación configuran las finanzas privadas; conjuntamente con los Gobiernos y el FMI, recuperando protagonismo con la crisis, constituyen el Sistema Financiero Global.

De manera que, insisto, la mayor concentración e interconexión de los grandes conglomerados financieros incrementa el riesgo sistémico. La realidad está muy alejada de las propuestas iniciales de regulación más estricta en respuesta a la crisis financiera: dividir las instituciones para reducir el tamaño; obligar a la especialización para disminuir la cobertura pública; eliminar las operaciones por cuenta propia; o establecer cortacircuitos que eviten el contagio de las perturbaciones. En relación a este último punto, Stiglitz apuntaba:

“Los expertos que se ocupan del diseño de redes eléctricas están preocupados por problemas similares... Las redes bien diseñadas tienen cortacircuitos para prevenir el ‘contagio’ de una parte del sistema al resto” (2010b, pp. 1, 2).

Para terminar este apartado, me parece inevitable aludir a la pérdida de prestigio de los economistas como profesión con motivo de la crisis financiera actual. Pretender que los economistas podamos predecir cuándo puede producirse una perturbación de este calibre, o las vías de comunicación de los efectos negativos, es exigir lo que está fuera de nuestra capacidad. Ahora bien, denunciar los desequilibrios crecientes que pueden desembocar en ajustes importantes, sí es posible y muchos economistas los han puesto de relieve.

Lo que ha sucedido es que los avisos y las denuncias se diluían en un mar de complacencia en el que nadaban la mayor y más influyente parte de la profesión, y todos nos beneficiábamos de un proceso de inflación de los precios de los activos y baja valoración del riesgo. Los críticos han puesto énfasis en advertir que en la macroeconomía, los modelos de equilibrio general no tenían en cuenta a las finanzas. Woodford (2010) reconocía esta carencia:

“Argumento que necesitamos modelos en los que la intermediación tenga un papel crucial, de manera que recojan mejor las realidades institucionales actuales. En particular, necesitamos modelos que reconozcan que un sistema financiero basado en el mercado, en el cual los

intermediarios obtengan recursos vendiendo títulos en mercados competitivos, no es lo mismo que un sistema que funcione sin fricciones”.

Que en el mundo actual dominado por las finanzas los modelos macroeconómicos no las consideren, da idea de su capacidad explicativa y predictiva. Simplemente no tienen en cuenta la realidad. Si se piensa que las carencias se subsanarán incorporando variables financieras que completen los modelos, me parece que ese camino será, en el mejor de los casos, insuficiente. La comprensión de la realidad exige volcar la atención en los aspectos históricos e institucionales que, mucho me temo, no constituyen el núcleo de la inquietud actual de la profesión, aunque la crisis financiera esté forzando a revisar las ideas predominantes.

La confianza en la capacidad disciplinadora y reequilibradora de los mercados, en particular entre los economistas académicos más influyentes, me recuerda el párrafo final de la Introducción de la Teoría General:

“Puede suceder muy bien que la teoría clásica represente el camino que nuestra economía debería seguir; pero suponer que en realidad lo hace así es eliminar graciosamente nuestras dificultades. Tal optimismo es el causante de que se mire a los economistas como Cándidos que, habiéndose apartado de este mundo para cultivar sus jardines, predicaban que todo pasa del mejor modo en el más perfecto posible de los mundos, a condición de que dejemos las cosas en libertad...” (1936, p. 33).

6. KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

Creo que Keynes hubiera contemplado sin gran sorpresa el desastre financiero actual, puesto que las ideas que han sustentado el hiperdesarrollo y la internacionalización de las finanzas, han sido las contrarias a las que él había sostenido en su madurez. Me parece que hubiera seguido, con alarma creciente, los excesos que han conducido a la crisis actual. Si tuviera que elegir una persona que encarnara los principios contrarios a los de Keynes, en lo que se refiere a las finanzas, votaría por Greenspan. Destacaría, sobre todo, su extraordinaria confianza en la bondad del mercado como asignador, y la desconfianza, también extraordinaria, de Keynes respecto a que la inversión, la variable esencial, se confiara a una

institución que, como aludía en la Teoría General, se asemejara a un casino.

En este apartado destacaré, telegráficamente, los juicios que entiendo se derivarían de la obra de Keynes, siguiendo el orden del capítulo 3: **LAS GRANDES CUESTIONES QUE PLANTEA LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL**.

3.1. Sobre los efectos desestabilizadores de la especulación excesiva en los mercados.

Creo que Keynes consideraría con inquietud el extraordinario volumen de transacciones que se realizan en los mercados. En la Teoría General llega a plantearse la conveniencia de que las inversiones fueran fijas, lo cual rechaza porque afectaría a la liquidez y a los incentivos para las inversiones reales. En esta cuestión su posición sería parecida a la que sostiene Buffet de preconizar la estabilidad de las carteras.

Permítaseme que insista en este punto. Entre aceptar la inevitabilidad de las transacciones de los activos, aunque pueda facilitar un nivel de especulación desaforado, y considerar al volumen de transacciones como una bendición a fomentar puesto que sirve para afinar el mecanismo de fijación de precios, lo cual se entiende que conlleva la promoción de inversiones reales, hay una distancia considerable. La organización financiera con el predominio de inversores como Buffet o Keynes, diferiría de la actual, su dimensión sería más reducida y con mayor nivel de estabilidad.

En cuanto a la profesionalización de la inversión, Keynes dejó muy claro en sus escritos, y en particular en la Teoría General, su desconfianza de que el predominio de los profesionales contribuyera a racionalizar el proceso. Los gestores profesionales no se dedican a combatir las “oscuras fuerzas del tiempo y la ignorancia que envuelven nuestro futuro”. Además, como profesión tienen sus propios intereses y asumen riesgos importantes –el principal es la pérdida del empleo– si su actuación no se sitúa en línea con el comportamiento colectivo.

En consonancia con estas ideas está su propuesta –recogida por Tobin– de un impuesto sobre las transacciones con objeto de mitigar “el predominio de la especulación sobre la empresa”. Rodrik (2011, p. 140) señala que Keynes hubiera estado de acuerdo con las ideas de Tobin.

3.2. Consecuencias de la incertidumbre

El conocimiento, la sutileza con la que trata Keynes el problema de enfrentarse a lo desconocido, y establecer formas de afrontarlo con racionalidad, es uno de los aspectos más sugerentes y originales de su visión de la vida, de la sociedad, de la economía y de los mercados.

En contraste con la precariedad de nuestros conocimientos para decidir y de la gradación de situaciones, en las últimas décadas se ha producido un deslizamiento desde zonas de incertidumbre hacia áreas de riesgo susceptibles de cuantificación, y el empleo de fórmulas matemáticas de predicción basadas en los datos del pasado. El apoyo en la convención es el recurso al que apelamos ante nuestro limitado conocimiento, aunque tengamos evidencia clara de lo contrario. Sin embargo, el episodio de las hipotecas *subprime* con el despliegue de sofisticación para medir el riesgo, tomando como base un período estadístico reducido y reciente, y sólo de precios al alza en la vivienda, constituye, en mi opinión, un exceso que hubiera alarmado a Keynes.

El artículo de 1937 “The General Theory of Employment” citado en este trabajo, en contestación a los críticos de la Teoría General es, en mi opinión, la cima del testamento de Keynes sobre la incertidumbre en asuntos económicos. Las decisiones se toman en condiciones de incertidumbre... tenemos una idea muy vaga de las consecuencias futuras de nuestros actos... hay zonas de incertidumbre radical sin base científica que permita cualquiera probabilidad calculable... a pesar de todo necesitamos actuar basándonos en reglas, convenciones, y tradiciones; de ahí la trascendencia de los estados de opinión, de los *animal spirits*...

Esas ideas casan mal con el despliegue de tratamiento matemático para sintetizar en un número la complejidad de los hechos económicos. Seguramente se hubiera alzado contra esas pretensiones osadas, como lo hizo criticando duramente el planteamiento de Tinbergen al que he aludido brevemente en este trabajo.

3.3. Importancia y efectos de la liquidez en los mercados

La liquidez para Keynes es una servidumbre que hace posible la existencia de mercados organizados. La liquidez es susceptible de provocar inestabilidad puesto que depende en un altísimo grado del

estado de confianza, y puede desaparecer por completo de forma súbita como ha sucedido en la crisis financiera actual.

La deriva progresiva desde la intermediación bancaria tradicional hacia la titulización y desarrollo de los mercados, no es conforme con las ideas de Keynes. Mucho menos lo es que todas las instituciones financieras basculen hacia la dependencia de los mercados organizados puesto que ello implica un aumento del riesgo y de la inestabilidad.

3.4. Internacionalización de las finanzas

Seguramente este sería el tema que mayor indignación provocaría en el economista inglés. La evolución de la institución que contribuyó a crear, el FMI, provocaría su crítica. “Keynes se revolvería en su tumba si supiera lo que ha sucedido con su criatura” (Stiglitz, 2010b, p. 37).

La libertad de movimientos del capital hubiera chocado con su idea clave de permitir que los países pudieran seguir sus propias políticas de acuerdo con su situación y preferencias.

Creo que la cuestión del ajuste entre países con superávits y déficits hubiera suscitado de forma muy especial su crítica. Keynes tenía preocupación esencial en evitar que sólo los países deficitarios se vieran obligados al ajuste, y en proponer medidas para que la situación se alterara a favor de una posición más equilibrada. El ajuste debería ser compartido por los países acreedores. La actualidad del tema es evidente.

7. NOTA FINAL

El lector paciente ha podido comprobar en estas páginas mi sintonía con la aportación de Keynes. Termino con dos reflexiones:

- 1) Los mercados financieros no deberían de ser la fuente principal de estimación y gestión del riesgo. La intermediación bancaria tradicional ofrece mayor estabilidad, contando con una legislación restrictiva respecto a sus actividades y compromisos, y la supervisión adecuada. La situación más problemática para la inestabilidad financiera se deriva de la interconexión entre la intermediación bancaria, tutelada, supervisada y

garantizada por el Estado, con instituciones bancarias en la sombra, teóricamente al margen de esa red de seguridad, pero de hecho integrada por el riesgo sistémico derivado de sus actividades.

La idea de que el progreso en finanzas está asociado con la mayor trascendencia de los mercados, y que la intermediación bancaria tradicional es una fórmula superada, debería revisarse.

- 2) *La cuestión de la irreversibilidad asociada con que el sendero del progreso está ligado a la internacionalización creciente, debería ser puesta también en cuestión.*

En cuanto a que la internacionalización de las finanzas sea positiva, la renuencia de los países emergentes a aceptar sin matizaciones los flujos inversores, es un dato a considerar. La internacionalización lo que está provocando es la profundización de los desequilibrios, y el aumento de la inestabilidad financiera.

A este respecto, comparto la reflexión de Rodrik (2011):

“¿Cuántas veces hemos oído estas o similares afirmaciones que anuncian el amanecer de una nueva era de gobierno global? Y a pesar de ello, observemos como se han desarrollado los acontecimientos en la reciente crisis de 2007-2008. ¿Quién ha rescatado los bancos globales para evitar que la crisis financiera llegara a ser un cataclismo todavía mayor? ¿Quién ha inyectado la liquidez necesaria para calmar a los mercados de crédito internacionales? ¿Quién ha estimulado la economía global a través de una expansión fiscal? ¿Quién ha proporcionado subsidios por desempleo y otras redes de seguridad para los trabajadores que han perdido su trabajo? ¿Quién está fijando las nuevas normas sobre compensación, adecuación del capital y liquidez para los grandes bancos? ¿A quién se le atribuye la mayor parte de la culpa de todo lo que ha ido mal antes, durante y después?

La respuesta a cada una de estas preguntas es la misma: gobiernos *nacionales*... la responsabilidad última sigue siendo de los responsables políticos nacionales” (pp. 227, 228).

No oculto mi pesimismo. Cuando escribo estas líneas se han cumplido cinco años desde el inicio de la crisis financiera. Se ha evitado un desplome súbito, como el de la Gran Depresión, pero los

países desarrollados acumulan desequilibrios, continúan en un entorno depresivo y no se percibe el final de la crisis ni la construcción de una nueva arquitectura institucional que, como la legislación de la década de 1930, ponga en acento en conseguir la estabilidad de las finanzas.

Los mercados financieros y los agentes privados dominan la escena provocando convulsiones e inestabilidad. Después del sobresalto inicial, los impulsos reformistas en las finanzas se han ido moderando sin que se haya alterado significativamente la situación.

En el plano de las ideas también se han removido las aguas, pero hace falta mucho tiempo para que se consolide la convicción en favor de un mayor peso de la historia y las instituciones en el análisis económico y en la enseñanza de la economía.

Como puede observarse, planteo dudas e interrogantes y no ofrezco soluciones, porque no las tengo. Una vez más se echa en falta una figura como la de Keynes con su inteligencia e intuición, con su fibra moral y su prestigio. De nuevo, ante el desamparo, el recurso es volver la mirada al pasado. Bretton Woods proporcionó tres décadas de progreso y estabilidad; sólo en el marco de una organización supranacional podrían aunarse intereses distintos y visiones diferentes.

8. BIBLIOGRAFÍA CITADA

En las citas figura el año de la publicación original, aunque se precise, en caso necesario, de donde se toman las referencias.

AKERLOF, G.A. Y R.J. SHILLER (2009): *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press. USA.

ARESTIS, P. y A. CARNER (2010): "Capital account liberalization and poverty: how close is the link?". *Cambridge Journal of Economics*, nº 34, pp. 295-323.

BARKLEY ROSSER, JR.J. (2001): "Alternative Keynesian and Postkeynesian perspectives on uncertainty and expectations". *Journal of Postkeynesian Economics*. Verano, Vol. 23, nº 4, pp. 545-566.

BERNANKE, B. (2002): "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday". Remarks by Governor Ben. S. Bernanke At the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago. November 8.

- (2004): "Euro at Five: Ready for a Global Role". Remarks at the European Economics and Financial Center Conference. Junio.

BERNSTEIN, P.L. (1992): *Capital Ideas. The Improbable Origins of Modern Wall Street*. Primera edición 1992. The Free Press. First Edition 1993. USA.

BLANCHARD, O.; G. DELL'ARICCIA, y P. MAURO (2010): "Rethinking Macroeconomic Policy". International Monetary Fund, wp SPN/10/03, 12 de febrero.

BRESSER PEREIRA, L.C. (2010): *Globalization and Competition. Why Some Emergent Countries Succeeded While Others Fall Behind*. Cambridge University Press. USA.

BRUNNERMEIER, M.K. (2008): "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08". NBER working paper 14.612. Diciembre.

BRUNNERMEIER, M.; A. CROCKETT; C. GOODHART; A.D. PERSAUD y H. SHIN (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Preliminary Conference Draft ICMB. International Center for Monetary and Banking Studies. Geneva Report on the World Economy. Nº 11.

- CHAMBERS, D. y E. DIMSON (2012): "Keynes The Stock Market Investors", 5 de marzo.
- CHWIEROTH, J.M. (2010): Capital Ideas. The IMF and the rise of Financial Liberalization. Princeton University Press. USA.
- COHEN, B. (1996): "Phoenix Risen. The Resurrection of Global Finance. Review Article". World Politics, 48, Enero, pp. 268-296.
- COHEN, B.J. (2008a): International Political Economy. An Intellectual History. Princeton University Press. USA.
- (2008b): Global Monetary Governance. Routledge. Great Britain.
- CROSS, R. y D. STRACHAN (1997): "On George Soros and Economic Analysis". Kiklos 50 (4), pp. 561-574. Incluido en R.E. Allen (ed.): The Political Economy of Financial Crises. Vol. I. Edward Elgar. Great Britain 2004 de donde tomo la referencia.
- CROTTY, J.R. (1990): "Owner-Manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky". Journal of Postkeynesian Economics. Verano, Vol. 12, nº 4, pp. 519-542.
- D'ARISTA, J. (2009): "The Evolving International Monetary System". Cambridge Journal of Economics, nº 33, pp. 633-652.
- DAVIDSON, P. (2004): "If Markets are Efficient, Why Have there been so many International Financial Market Crises since the 1970s?", en P. ARETIS, M. BADDELEY y J. Mc COMBIE (eds.): What Global Economic Crisis?. Palgrave MacMillan. Great Britain.
- (2007): John Maynard Keynes. Palgrave MacMillan. Great Britain.
- (2009): The Keynes Solution. The Path to Global Economic Prosperity. Palgrave MacMillan. USA.
- DE MELO MODENESI, A. y R. LYRIO MODENESI (2008): "Capital controls and financial liberalization: removing the ideological bias". Journal of Postkeynesian Economics. Verano, vol, 30, nº 4, pp. 565-582.

- ECONOMIST (THE) (1998): "Capital Controversies", 23 de Mayo, p. 76.
- (2003): "A cruel sea of capital". 3 de Mayo, pp. 3-5.
- EICHENGREEN. B. (2005): "Capital Account Liberalization and the Fund. Prepared for the High Level Seminar on Capital Account Liberalization and the FMI". Bern, 12 Diciembre.
- EICHENGREEN, B. (2008): Globalizing Capital. A History of the International Monetary System. Princeton University Press. USA.
- EICHENGREEN, B. y P. TEMIN (2010): "Fetters of Gold and Paper". NBER working paper, nº 16.602. Julio.
- FANTACCI, M.; C. MARCUZZO y E. SAN FILIPPO (2010): "Speculation in Commodities: Keynes 'Practical Acquaintance' with Future Markets". Journal of the History of Economic Thought. 32, nº 3. Septiembre, pp. 397-418.
- FISCHER, S. (2003): "Globalization and its Challenges". AEA Papers and Proceedings. Mayo, Vol. 93, nº 2, pp. 1-30.
- FISHER, I. (1933): "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions". Econometrica, Vol. I, nº 1, pp. 337-357.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2005): The IMF's Approach to Capital Account Liberalization. Washington.
- (2010): "Understanding Financial Interconnectedness". 4 de Octubre.
- FRIEDEN, J.A. (2006): Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century. W.W. Norton&Company. New York.
- FRIEDMAN, T.L. (1999): The Lexus and the Olive Tree. Harpers Collins. Great Britain. Paperback by Anchor Books (2000) de donde tomo las referencias.
- (2005): The World is Flat. A Brief History of the Globalized World in the Twenty-first Century. Allen Lane. Great Britain.
- FRYDMAN, R. y M.D. GOLDBERG (2009): "Financial Markets and the State: Price Swings, Risk, and the Scope of Regulation". Center on Capitalism and Society at Columbia University. Working paper nº 29. Febrero.

- (2011): Beyond Mechanical Markets. Asset Price Swings, Risk, and the Role of the State. Princeton University Press. USA.

GREENSPAN, A. (2005): "Risk Transfer and Financial Stability". Remarks at the Federal Reserve Bank of Chicago's Forty-first Annual Conference at Bank Structure. 5 de Mayo.

- (2007): La Era de las Turbulencias. Aventuras en un nuevo mundo. Primera edición en inglés 2007. Versión española Ciro Ediciones. Barcelona, 2011, que es la que utilizo.

HARROD, R.F. (1951): La vida de John Maynard Keynes. Primera edición en inglés. Primera edición en español. Fondo de Cultura Económica, México, 1958, de donde tomo las referencias.

HAYEK, F.A. (1966): "Personal Recollection of Keynes and the 'Keynesian Revolution'". The Oriental Economist, vol. 34, nº 663. Enero. The Collected Works of F.A. Hayek. Vol. 9. Contra Keynes and Cambridge. Edited by Bruce Caldwell. The University of Chicago Press. USA, 1995.

- (1974): "The Pretence of Knowledge. Nobel Memorial Lecture". 11 de Diciembre, en A. LINDBECK (ed.): Economic Sciences. Nobel Lectures 1969-1980. World Scientific Publishing. Singapore, 1992.

HODGSON, G.M. (2011). "The Eclipse of the Uncertainty Concept in Mainstream Economics". Journal of Economic Issues. Vol. XLV, nº 1, Marzo, pp. 159-175.

JAMES, H. (2001): The End of Globalization. Lessons from the Great Depression. Harvard University Press. USA.

KALETSKY, A. (2009): "Goodbye, homo economicus". Prospect, nº 157. Abril.

KAUFMAN, H. (2009): "Who is Primarily Responsible for the Credit Crisis?", en H.P. MINSKY: Conference on the State of the U.S. and World Economics. 16-17 Abril. Ford Foundation. New York.

KEYNES, J.M.: Todas las citas corresponden a los Collected Writtings, Royal Economic Society. Se cita el año de la primera publicación, el título del trabajo, el volumen de los Collected Writtings y las páginas.

- (1919): The Economic Consequences of the Peace (II).
- (1921): A Treaty on Probability (VIII).
- (1923): A Tract on Monetary Reform (IV). Traducción al español. Fondo de Cultura Económica, México, 1992 y Fundación ICO. Ed. Síntesis. Madrid, 2008.
- (1924a): Prospectus of the Endependent Investment Company. Keynes and the City. Enero (XII, pp. 30-33).
- (1924b): "Investment Policy for Insurance Companies". The Nation and Athenaeum. 17 de mayo (XII, pp. 240-244).
- (1925a): "An American Study of shares versus bonds as permanent investment". The Nation and Athenaeum. 2 de Mayo (XII, pp. 247-252).
- (1925b): "The Economic Consequences of Mr. Churchill". 22, 23 y 24 de Julio (IX, pp. 207-230).
- (1927): "Speech to the Annual Meeting of the National Mutual". 27 de Enero (XII, pp. 146-153).
- (1932): "The World Economic Crisis and the Way of Escape". The Atlantic Monthly. Mayo (XXI, pp. 50-62).
- (1933): "National self-sufficiency". The New Statement and Nation. 8 de Julio (XXI, pp. 233-240).
- (1934): "Carta a F.C. Scott". 15 de Agosto (XII, pp. 55-57).
- (1936): The General Theory of Employment Interest and Money (VII). Ediciones en español de Fondo de Cultura Económica, México (1943); Aosta, Madrid (1998), y Síntesis, Madrid (2009).
- (1937a): "The Theory of the Rate of Interest", en The Lessons of Monetary Experience: Essays in Honour of Irving Fisher (XIV, pp. 101-108).
- (1937b): "The General Theory of Employment", Quarterly Journal of Economics, Febrero (XIV, pp. 109-123).
- (1937c): Some Economic Consequences of a Declining Population. Eugenics Review, Abril (XIV, pp. 124-133).
- (1938a): "Memorandum for the Estates Committee. King's

College. Post Mortem on Investment Policy". Cambridge, 8 de Mayo (XII, pp. 102-109).

- (1938b): "Carta a R. Tyler". 23 Agosto (XIV, pp. 285-289).

- (1942): "Carta a R.F. Harrod". 19 Abril (XXV, pp. 146-151).

- (1943): "Carta a Benjamin Graham". 31 de Diciembre (XXVI, pp. 36-38).

- (1944): "From House of Lord Debates". 23 de Mayo (XXVI, pp. 9-21).

KINDLEBERGER, C.P. (1973): La Crisis Económica 1929-1939. Primera edición en inglés 1973. Edición española de Ed. Critica, Barcelona 1985, de donde tomo las referencias.

- (1984): Historia Financiera de Europa. Ed. Crítica. Barcelona 1988. Primera publicación en inglés, en George Allen & Unwin. USA. La cita corresponde a la edición en español.

KING, M. (2010): "Speech at the University of Exeter". Enero.

KNIGHT, F.H. (1921): Risk, Uncertainty and Profit. The University of Chicago Press. 1971.

KRUGMAN, P. (2009): "How Did Economists Get It So Wrong?" The New York Times. 6 de Septiembre.

- (2012): ¡Acabad ya con esta crisis! Critica. Barcelona.

LAIDLER, D. (2009) "Lucas, Keynes and the Crisis". Western Department of Economic Research Report Series. Research Report 2009-2. Julio.

LAWRENCE SMITH, E. (1925): Common Stocks as Long-Term Investment. MacMillan.

LESJONHUFVUD, A. (2009): "Out of the corridor: Keynes and the crisis". Cambridge Journal of Economics, nº 33, pp. 241-257.

LOWENSTEIN, R. (1995): Buffet. The Making of an American Capitalist. Main Street Book, 1996, USA. La primera edición es de Random House, 1995.

MAGUD, N.E.; C.M. REINHART y K.S. ROGOFF (2011): "Capital Controls: Myth and Reality. A Portfolio Balance Approach". NBER working paper nº 16.805. Febrero.

MINSKY, H.P. (1975): John Maynard Keynes. Columbia University Press. USA. Hay traducción al español: Las razones de Keynes. Fondo de Cultura Económica. México, 1987.

- (1977): "The financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard Theory'". Nebraska Journal of Economics and Business, vol. 16 (1). Incluido en J.C. WOOD (ed.) (1983): John Maynard Keynes: Critical Assessment. Vol. 3. Croom Helm. Great Britain, de donde tomo las referencias.

- (1986): Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press. USA.

MOGGRIDGE, D.E. (1992): Maynard Keynes. An Economist's Biography. Routledge, London.

PADOA-SCHIOPPA, T. (2000): Regulating Finance. Balancing Freedom and Risk. Great Britain, 2004. Publicado originalmente en el 2000 por el Group of Thirty. Washington.

- (2010): "The Ghost of Bancor: The Economic Crisis and the Monetary Disorder". Speech given at Louvain-la-Neuve, 25 de Febrero.

PATTERSON, S. (2010): The Quants. Crown Business. New York.

PIFFARETTI, N.F. (2009): "Reshaping the International Monetary Architecture". The World Bank Policy Research. Working paper nº 5034. Agosto.

POSNER, R. (2009, a): "Como me convertí en keynesiano. Segundas reflexiones en medio de una crisis". Publicado inicialmente en The New Republic, 23-9-09. Versión española en Revista de Economía Institucional, Vol. 12, nº 22. Primer semestre 2010, pp. 293-305, de donde tomo las referencias.

- (2009, b): "Keynes and Coase". Preparado para una conferencia: Markets, Firms, and Property Rights: A celebration of the Research of Ronald Coase held at the University Chicago Law School. 5 de Diciembre.

RAINES, J.P. y C.G. LEATHERS (2000): Economist and the Stock Market. Speculative Theories of the Stock Market Fluctuations. Edward Elgar. Great Britain.

- RANDALL WRAY, L. (2009): "The rise and fall of money manager capitalism: A Minskian approach". Cambridge Journal of Economics, 33, pp. 807-826.
- REINHART, E.M. (2009): "The Second Great Contraction". MPRA (Munich Personal RePec Archive). Noviembre.
- RODRIG, D. (2011): La paradoja de la globalización: Democracia y el futuro de la economía mundial. Antoni Bosch editor, S. A. España.
- RODRIG, D. y A. SUBRAMANIAN (2009): "Why Did Financial Globalization Disappoint?". IMF Staff Papers, vol. 56, nº 1, pp. 112-138.
- RONCAGLIA, A. (2009): "Keynes and Probability: An Assessment". The European Journal of the History of Economic Thought. 16:3. Septiembre, pp. 489-510.
- ROJO, L.A. (1980): "Keynes y los problemas de hoy". Papeles de Economía Española. Núm. 2, pp. 269-280.
- (1984): Keynes, su tiempo y el nuestro. Alianza Editorial. Madrid.
- ROUBINI, N. y S. MIHM (2010): Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance. The Penguin Press. The Penguin Press. New York.
- SCHROEDER, A. (2008): The Snowball. Warren Buffet and the Business of Life. Bantón Books. New York.
- SHILLER, R.J. (1999): "The ET Interview: Profesor James Tobin". Cowles Foundation Paper, nº 100. Econometric Theory. 15, pp. 867-900.
- SKIDELSKY, R. (1983): John Maynard Keynes Hopes Betrayed, 1883-1920. MacMillan Limited, London. Versión española de Alianza Editorial, Madrid 1986.
- (1992): John Maynard Keynes. The Economist as Saviour 1920-1937. MacMillan London Limited.
 - (2000): John Maynard Keynes. Fighting for Britain 1937-1946. MacMillan.
 - (2009): Keynes. The Return of the Master. Allen Lane.

England.

SMITHIN, J. (2001): "International money arrangements", en R.P.F. HOLT and S. PRESSMAN (eds.): A New Guide to Postkeynesian Economics. Routledge. Reino Unido.

SOROS, G. (1987): The Alchemy of Finance. Reading the Mind of the Market. Primera edición 1987. Reedición actualizada 1994. John Wiley & Sons. USA.

- (1995): Staying Ahead of the Curve. John Wiley & Sons. USA.

- (1998): The Crisis of Global Capitalism (Open Society Endangered). Public Affairs. USA.

- (2002): George Soros on Globalization. Public Affairs. USA.

- (2008): The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and what it means. Public Affairs. USA.

STIGLITZ, J.E. (2004): "Capital-Market Liberalization, and the IMF". Oxford Review of Economic Policy. Vol. 20, nº 1, pp. 57-71.

- (2009): Intervención en H.P. Minsky: "Conference on the State of the U.S. and the World Economic". Abril 16-17. Ford Foundation. New York.

- (2010a): FREEFALL. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy. W.W. Norton & Company. USA.

- (2010b): "Risk and Global Economic Architecture: Why full financial integration may be undesirable". NBER working paper, nº 15718. Febrero.

- (2011): Carta enviada por J. Stiglitz (2011) (uno de los firmantes) a H. Clinton, T. Geithner y R. Kirk por más de 250 economistas: "A whole Bunch of Prominent Economists Backs the Use of Capital Controls". 1 de Febrero.

STIGLITZ, J.E. y B. GREENWALD (2003): Towards a New Paradigm in Monetary Economics. Cambridge University Press. UK.

STIGLITZ, J.E. y M. UY (1996): "Financial Markets, Public Policy and the East Asian Miracle". The World Bank Research Observer. Vol. 11, nº 2, Agosto.

TALEB, N.M. (2007): The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable. Publicado inicialmente en USA (2007). Penguin

Books. Reino Unido (2008).

TOBIN, J. (1958): "Liquidity Preference as Behavior Toward Risk".
Review of Economic Studies, vol. 25, pp. 65-86.

TOPOROWSKI, J. (2010): "Henry Simons and the other Misnky
Moment". Studi e Note di Economia, Anno XV, nº 3, pp.
363-368.

TORRERO, A. (1985): "Una visión peculiar de la economía
financiera", Círculo Empresarial, Boletín nº 31, pp. 53-58.

- (1993): La crisis del sistema bancario. Lecciones de la
experiencia de los Estados Unidos. Civitas, Madrid.

- (1998): La obra de John Maynard Keynes y su visión del
mundo financiero. Ed. Civitas, Madrid.

- (2006): Crisis Financieras. Enseñanza de cinco episodios.
Marcial Pons, Madrid.

- (2008): Revolución en las finanzas: Los grandes cambios en
las ideas. Represión y Liberalización financiera. Marcial Pons,
Madrid.

- (2009): "Introducción", en John Maynard Keynes: "Tratado
sobre el dinero" y la "Teoría General de la ocupación, el
interés y el dinero". Fundación ICO. Ed. Síntesis, Madrid.

- (2011): La crisis financiera internacional y sus efectos sobre
la economía española. Seis conferencias. Marcial Pons,
Madrid.

- (2012): "Sistema Financiero y Productividad Económica".
Instituto de Análisis Económico y Social. Documento de
Trabajo, nº 06/12.

TURNER, A. (2010a): "What do Banks do, what should they do and
what public policies are needed to ensure beat results for
the real economy". CASS Business School. 17 de Marzo.

- (2010b): "Economics, conventional wisdom and public
policy". Institute for New Economic Thinking. Inagural
Conference. Abril. Cambridge.

UNDERHILL, G.R.D. y X. ZHANG (2003): "Global structures and
political imperatives: in search of normative underpinnings

for international financial order”, en G.R.D. UNDERHILL y X. ZHANG (eds.): International Financial Governance under stress. Global Structures versus National Imperatives. Cambridge University Press. USA.

VAN OVERTVELDT, J. (2009): Bernanke’s Test. Ben Bernanke, Alan Greenspan, and the Drama of the Central Banker. Agate. USA.

VOLCKER, P. (2009): “Paul Volcker’s Toronto Speeches”. Tocqueville Asset Management L.P. 11 de Febrero.

WALSH, J. (2008): Keynes and the Market. How the World’s Greatest Economist Overtuned Conventional Wisdom and Made a Fortune on the Stock Market. John Wiley & Sons. USA.

WEISMAN, D.L. (1984): “Tobin on Keynes: A suggested interpretation”. Journal of Post Keynesian Economics, Primavera, Vol. VI, nº 3, pp. 411-420.

WESSEL, D. (2009): In FED we trust. Crown Business. USA.

WHITE, W.R. (2009): “Should Monetary Policy ‘Lean or Clean’?”. Federal Reserve Bank of Dallas: Globalization and Monetary Policy Institute, working paper, nº 34. Agosto.

WOOD, J.C. (ed.) (1983): John Maynard Keynes. Critical Assessments, 4 vols. Croom Helm. Great Britian.

WOODFORD, M. (2010): “Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis”. Journal of Economic Perspectives. Vol. 24, nº 4. Otoño, pp. 21-44.

WOODWARD, B. (2000): GREENSPAN. Alan Greenspan, Wall Street y la economía mundial. Península. Barcelona, 2001.