



INSTITUTO UNIVERSITARIO  
de Análisis Económico y Social



Universidad  
de Alcalá

---

## Sistema financiero y productividad económica

*Antonio Torrero Mañas*

**SERIE** DOCUMENTOS DE TRABAJO  
**06/2012**

---

# INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

## DIRECTOR

***Dr. D. Tomás Mancha Navarro***

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

## DIRECTOR FUNDADOR

***Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura***

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

## SUBDIRECTOR

***Dr. D. Antonio García Tabuenca***

Profesor Titular de Universidad, Universidad de Alcalá

## AREAS DE INVESTIGACIÓN

### ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

***Dr. D. Rubén Garrido Yserte***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

### ECONOMÍA LABORAL

***Dr. D. Carlos Iglesias Fernández***

Profesor Contratado Doctor  
Universidad de Alcalá

### ESTUDIOS SECTORIALES, FINANCIEROS Y PYME

***Dr. D. Antonio García Tabuenca***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

### SERVICIOS E INNOVACIÓN

***Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura***

Catedrático de Economía Aplicada  
Universidad de Alcalá

### RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

***Dra. Dña. Elena Mañas Alcón***

Profesora Titular del Dpto. de Economía Aplicada  
Universidad de Alcalá

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en Internet

[http://www.iaes.es/iaes\\_sp/publicaciones.htm](http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm)

**ISSN: 2172-7856**

## ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

**WP-08/11 EL IMPACTO DE LA MONEDA ÚNICA EN ESPAÑA, DESDE UNA PERSPECTIVA SECTORIAL**

Juan Federico Von Zeschau

**WP- 01/12 ES TAN 'NUEVA' LA 'NUEVA GEOGRAFÍA ECONÓMICA'? SUS APORTACIONES, SUS LÍMITES Y SU RELACIÓN CON LAS POLÍTICAS**

Juan Ramón Cuadrado Roura

**WP-02/12 LA REFORMA DE LAS PENSIONES EN ESPAÑA: UNA APROXIMACIÓN ECONÓMICA**

José M. Domínguez Martínez

**WP-03/12 CONTRIBUCIONES DEL DESARROLLO FINANCIERO AL CRECIMIENTO ECONÓMICO: ASPECTOS TEÓRICOS Y EMPÍRICOS DE LARGO PLAZO**

Flavio E. Buchieri, Alejandro Pereyra y Tomás Mancha

**WP-04/12 EVALUACIÓN Y SIMULACIÓN DEL IMPACTO DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS SOBRE LAS PYMES A TRAVÉS DEL USO DE MODELOS BASADOS EN AGENTES**

Tomás Mancha, Federico Pablo Martí, Juan Luis Santos, Antonio García Tabuenca, María Teresa Del Val, María Teresa Gallo, Ricardo Buendía, Neftis Atallah y Paolo D'arminio

**WP-05/12 DEVELOPMENT STRATEGIES AND LAW IN LATIN AMERICA: ARGENTINE, BRAZILIAN AND CHILEAN CONDITIONAL CASH TRANSFER PROGRAMS IN COMPARATIVE PERSPECTIVE**

Gastón Pierri



INSTITUTO UNIVERSITARIO  
de Análisis Económico y Social



Universidad  
de Alcalá

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

## SISTEMA FINANCIERO Y PRODUCTIVIDAD ECONÓMICA<sup>1</sup>

### RESUMEN

La crisis financiera que estalla en el otoño del 2007 ha inducido a reflexionar sobre los efectos económicos de las finanzas. De manera muy especial se están analizando las consecuencias de la expansión de mercados, instituciones y volumen de transacciones financieras. Las finanzas se han extendido en todas las facetas de la vida económica, con las familias como protagonista esencial.

La actuación de Gobiernos y Bancos Centrales ha tenido muy en cuenta la experiencia de la Gran Depresión, inundando de liquidez a los sistemas financieros, incurriendo los países en déficits públicos considerables para suavizar la corrección obligada del sobreendeudamiento en familias, empresas e instituciones financieras.

Cuando se cumple el quinto año de la crisis financiera, no se atisba una recuperación económica sostenida ni se han producido reformas decisivas para reducir la inestabilidad potencial de las finanzas.

**Palabras claves:** Crisis financiera, productividad, Banco Central, déficit público.

### ABSTRACT

The financial crisis that broke out in autumn of 2007 has made us wonder about the economic effects of finance. From a suggestive approach this work analyzes the consequences of the expansion of the markets, the institutions and the volume of financial transactions. Finance has spread to all the facets of economic life, with families as the main player.

Some countries have incurred substantial deficits trying to soften the correction required of the debt overhanging on families, businesses and financial institutions. The actions of governments and central banks, having taken into consideration the Great Depression's experience, have flooded with liquidity the financial systems.

Five years after the beginning of the financial crisis no sustained financial recuperation is discerned and no decisive reforms have been produced in order to reduce the potential financial instability.

**Key words:** Financial crisis, productivity, Central Bank, public deficit,

### AUTOR:

ANTONIO TORRERO MAÑAS. Catedrático de Estructura Económica. Universidad de Alcalá.

---

<sup>1</sup> Preparado para la conferencia dictada en el CURSO DE ECONOMÍA: LA PRODUCTIVIDAD, OBJETIVO IRRENUNCIABLE. Universidad Católica de Valencia. Santander, 9.8.2012

## ÍNDICE

1. Introducción.....	6
2. La importancia del tiempo.....	7
3. Productividad del sector financiero. Capacidad para captar rentas y recursos humanos.....	9
4. Crecimiento de las finanzas. Financiarización .....	15
4.1. Crecimiento de las Finanzas.....	15
4.2. El protagonismo de las familias. Financiarización .....	18
4.3. La crisis financiera: nueva situación.....	19
5. El exceso de endeudamiento y la dificultad de reducirlo .....	23
6. Efectos de la crisis financiera. Propuestas de reforma .....	27
7. Bibliografía.....	31

“Tantas idas y venidas,  
tantas vueltas y revueltas  
quiero amiga, que me diga:  
¿son de alguna utilidad?”

La ardilla y el caballo. Fábula de Tomás de Iriarte.

## 1. INTRODUCCIÓN

Los versos de la fábula apuntan a una cierta *visión*, en el sentido que Schumpeter emplea el término, de la importancia, de la incidencia económica que asigno a las finanzas.

En los últimos treinta años se ha producido una auténtica revolución presidida por una idea fuerza: el desarrollo de los mercados y el menor peso relativo de la actividad bancaria tradicional, basada en los depósitos en el pasivo y en la relación con el cliente de crédito en el activo.

La revolución ha sido cuantitativa y cualitativa. En relación a la cantidad, el volumen de crédito, de emisiones, de transacciones en mercados organizados y no organizados (*Over the counter*; OTC), ha aumentado de forma espectacular dando lugar a un incremento extraordinario del peso de las finanzas en la economía.

También se han alterado las formas de valoración entre las instituciones financieras y los usuarios. Los mercados actúan de manera impersonal y expeditiva, sus reacciones son rapidísimas y proclives a los comportamientos gregarios, produciéndose grandes alteraciones en las valoraciones de los activos. Las decisiones de los agentes en la intermediación financiera han pasado de estar fundamentadas en la negociación, a basarse en los mercados, esto es, en la compra o venta de los activos según la información, el clima de opinión y las reacciones inmediatas. La fértil idea de Hirschman (1970): negociación o salida, tiene aún más actualidad ahora que cuando la formuló.

El efecto riqueza, con el que estábamos familiarizados asociado a la propensión a consumir, ha cobrado en este marco una nueva dimensión. La riqueza ha crecido en relación a la renta lo cual implica que los balances (stocks) han ganado mayor protagonismo respecto a los flujos que son las magnitudes consideradas normalmente en el análisis económico. Keynes (1937) destacó que la teoría económica vigente entonces no se adaptaba bien al tratamiento de la riqueza. Después de advertir que la acumulación de riqueza tiene como objeto producir resultados en un futuro a veces indefinido, señala:

“De esta forma el hecho de que nuestro conocimiento del futuro es fluctuante, vago e incierto, da lugar a que la riqueza sea un tema particularmente inadecuado para los métodos de la teoría económica clásica. Esta teoría puede funcionar muy bien en un mundo en el cual los bienes económicos fueran consumidos necesariamente en un intervalo corto desde que son producidos. Pero requiere, sugiero, ajustes considerables si ha de aplicarse a un mundo en el cual la acumulación de riqueza para un futuro indefinido es un factor importante; y cuanto mayor sea el protagonismo que juegue esa acumulación de riqueza más esencial es el ajuste requerido” (1937, p. 113).

Los cambios que han conducido a la situación actual han tenido un soporte teórico muy importante. Destacaré dos ideas claves que se impusieron: 1) la disciplina de los mercados debe ser fundamentalmente interna, esto es, los propios agentes han de ser los garantes de su funcionamiento ordenado; y 2) la competencia en los mercados financieros es fundamental para que se alcance un alto volumen de transacciones (liquidez) y se consiga eficiencia en la asignación de los recursos.

Estas ideas se están poniendo en cuestión por la crisis financiera desatada en el otoño del 2007 en la que estamos inmersos. No debe pensarse que la crisis ha provocado un vuelco radical en las ideas, aunque ha ido limando seguridades y convicciones sostenidas hasta hace un quinquenio casi como dogma. En mis escritos he mantenido una posición crítica y reticente que he acentuado con la crisis financiera. Esa posición crítica se trasluce de los versos escogidos para encabezar esta conferencia.

## 2. LA IMPORTANCIA DEL TIEMPO

**E**l tiempo en el análisis económico de la realidad es fundamental como nos han enseñado Marshall, Fisher, Hayek, Keynes, Minsky y Shackle. Cuando se trata de manejar series históricas para verificar una hipótesis, o la incidencia de una variable, la elección de los períodos puede condicionar los resultados de forma decisiva. Los economistas recurrimos a lo sucedido en el pasado para inspirar nuestra reflexión sobre los hechos del presente, construir nuestras argumentaciones e incluso formular predicciones. Es inevitable que así se haga pero conviene advertir de la precariedad y de las limitaciones que tal recurso impone.

En el campo de las finanzas la precaución al utilizar los datos históricos se acentúa, puesto que se han producido en el último siglo cambios tan importantes en los sistemas económicos y en las instituciones, que establecer conclusiones firmes es, con frecuencia, muy aventurado.

Considérese, por ejemplo, las comparaciones de la eficiencia de los sistemas financieros tanto a lo largo del tiempo, como entre distintos países. Si comparamos el efecto de las finanzas sobre el crecimiento económico en dos países con sistemas financieros tan diferentes como los de Estados Unidos y Japón, la acotación temporal es decisiva. Tomar como referencia el período 1970-1990 mostraría la superioridad nipona induciéndonos a concebir que ese modelo se había mostrado claramente superior; si incluimos una década más (1970-2000) los resultados serían distintos al incorporar el decenio de los años noventa de estancamiento en Japón y auge extraordinario de los Estados Unidos.

De manera que pronunciarse sobre la continuidad de los datos históricos es tarea extraordinariamente delicada; los expertos financieros que operan en los mercados saben que esa es una cuestión esencial, como pone de relieve Soros en sus escritos. Se produce, además, el hecho, aparentemente paradójico, de que la estabilidad en períodos largos de una tendencia no es firme asidero para dictaminar sobre su continuidad. Al contrario, en determinadas circunstancias debería inducir al economista a pensar que la estabilidad en superficie puede encubrir un mar de fondo, una acumulación de desequilibrios, susceptibles de estallar de forma violenta y acabar súbitamente con lo que parecía un período de tranquilidad sostenida.

Tenemos un ejemplo muy actual. La crisis financiera que estalló en el otoño del 2007 fue precedida de una larga etapa de estabilidad, con tasas de crecimiento económico significativas: La Gran Moderación. Los avances en la dirección de la macroeconomía y el virtuosismo de los bancos centrales se consideraron por la mayoría como razones determinantes de un período de estabilidad tan amplio que inducía a pensar en la continuidad del mismo. Cierto es que algunos economistas advirtieron señales de alarma, de forma especial en el seno del Banco Internacional de Pagos de Basilea, pero nadie podía suponer un desastre como el que tuvo lugar a partir del otoño del 2007.

Taleb y Blyth (2011) exponen la situación con agudeza:

“La vida de un pavo antes del día de Acción de Gracias es ilustrativa: el pavo es alimentado durante 1000 días y cada día parece confirmar que el granjero lo cuida hasta el último día, cuando la confianza es máxima. El “problema del pavo” se produce cuando en un análisis superficial la estabilidad se deduce de la ausencia de variaciones en el pasado. De igual forma, la confianza de la estabilidad era máxima en los albores de la crisis financiera en el 2007.

El problema del pavo para los humanos es el resultado de confundir un entorno por otro. Los humanos habitamos simultáneamente en dos sistemas: el lineal y el complejo. El lineal se caracteriza por su predictibilidad y el bajo nivel de interacción entre sus componentes, lo cual permite el uso de métodos matemáticos que permitan confiar en la predicción. En

los sistemas complejos, hay ausencia de relaciones casuales visibles entre los elementos, lo que da lugar a un alto grado de interdependencia y una calidad de la predicción extremadamente baja” (pp. 35, 36).

Es importante tener en cuenta que el seguimiento de una tendencia bien asentada no es una actuación irracional, sino perfectamente racional que refuerza la tendencia. En la mayor parte del tiempo, mañana tiene un gran parecido con hoy. Las tendencias pueden mantenerse durante muchos años y es razonable, en un mundo de incertidumbre, decidir que mientras no se produzca un cambio en las circunstancias, nos comportemos como si la situación actual se mantendrá en el futuro. Además, la economía no está en recesión el 80% del tiempo, de manera que si se actúa una vez que se produzca se estará acertado el 80% del tiempo; por eso predecir en función del pasado reciente es la estrategia dominante entre los profesionales de la predicción (Barbers, 2009. pp. 46, 47).

Una de las ideas más agudas y *actuales* de la Teoría General es considerar el recurso de la extrapolación como una “convención” para afrontar la incertidumbre. Cuando un gestor profesional formula una predicción, está asumiendo el riesgo de perder su empleo en el caso de equivocarse.

El mundo financiero actual está regido por los gestores profesionales de las carteras de activos; el mayor error en que pueden incurrir es significarse quedando sus resultados fuera del promedio del colectivo. Como la mayor parte de las decisiones las formulan los gestores apoyándose en los datos del pasado, la vigilancia de las decisiones del colectivo constituye un dato relevante y refuerza la convención de la extrapolación (Grantham, 2011, p. 2). Por eso, Taleb (2007) ha apuntado que los profesionales dedicados a la predicción económica tienden a coincidir más entre si que con los resultados que finalmente se producen. Nadie quiere quedar fuera del colectivo mayoritario que sigue la tendencia (p. 149).

### **3. PRODUCTIVIDAD DEL SECTOR FINANCIERO. CAPACIDAD PARA CAPTAR RENTAS Y RECURSOS HUMANOS**

**E**n un artículo magnífico, Tobin (1984) examinó cuatro significados del termino eficiencia en las finanzas. El primero, que la información pública se difunda de tal modo que ningún participe pueda obtener ventaja; la denomina eficiencia *arbitraje de información*. El segundo, que las cotizaciones recojan de manera adecuada los pagos futuros a que da derecho la posesión de los activos; la llama *valoración fundamental*. El tercero, que existan mercados para cubrir todas las posibles contingencias; la titula *aseguramiento completo*. Por último, el cuarto, se relaciona con las funciones económicas: la movilización del

ahorro hacia la inversión y hacia los usos más productivos desde el punto de vista social; recibe el nombre de *eficiencia funcional*.

Este trabajo de Tobin, además de riguroso, tiene el mérito de haber sido escrito en un momento en el cual empezaban a manifestarse los impulsos hacia el hiperdesarrollo de las finanzas. Los datos que expone, y que lo escandalizan, de los recursos humanos que absorben las finanzas, y de las cuotas de beneficios que consiguen las actividades financieras eran, no obstante, modestísimos en relación a los niveles que han llegado a alcanzar en la actualidad.

Limitaré mi atención al área denominada por Tobin como *eficiencia funcional*. La intermediación financiera tiene aspectos positivos, pero no es un fin en sí misma, y los costes, así como los beneficios, se justifican, en último término, por su contribución a la actividad productiva y comercial de los sectores reales. La cuestión clave, como señala Kay (2012) es si las finanzas sirven efectivamente a esos clientes, y si el coste de la intermediación está en relación al valor de los servicios que proporciona.

Coincidiendo con Tobin en el tiempo, algunos analistas mostraban inquietud de que la fiebre de innovaciones financieras, muchas de ellas generadas en el ámbito académico, no mejoraran la eficiencia; avisaban del riesgo de excesos especulativos que pudieran afectar negativamente a la asignación de recursos financieros y humanos:

“Los recursos de capital pueden ser mal asignados en decisiones subóptimas de inversión de inversores en plantas y equipos. Mucho talento –banqueros de inversión, banqueros comerciales, personal en otras instituciones financieras, abogados y contables– podían ocuparse en actividades más fructíferas. En efecto, los costes de la deficiente asignación de capital físico y humano es probable que excedan los monetarios directos” (Van Horne, 1985, p. 629).

Los analistas ocupados, precisamente, en la generación, difusión y explotación de las innovaciones financieras, como R. Merton (1990) aceptaban la crítica de Van Horne con displicencia: “cualquier virtud puede transformarse en vicio si se toma con exceso, y lo mismo pasa con las innovaciones” (1990, p. 265).

Los costes de intermediación cubren las actividades financieras y están compuestos por los beneficios, salarios, y el resto de los costes de los intermediarios financieros. Philippon (2011a) los ha calculado en el período 1870-2010 en % del Producto Nacional (GDP) y encuentra grandes y significativas variaciones. En la etapa de 1870-1930 crece desde el 2% al 6%; se reduce a menos del 4% hasta 1950; progresa lentamente hasta el 5% en 1980; y crece de forma rapidísima hasta alcanzar casi el 7% en el año 2010.

La evolución de los costes de intermediación es difícil de comprender si se tienen en cuenta los avances en IT (*Information Technology*) que se han utilizado profusamente en las finanzas, y deberían haber producido una rebaja, no un alza tan notable. La investigación que sigo (Philippon 2011b) apunta que buena parte de la IT ha sido empleada en los mercados secundarios. Los costes de intermediación asociados al mercado primario (emisiones) eran más reducidos en 1900 que en el 2000; sin embargo, el volumen de contratación es muy superior y aunque los costes de transacción sean menores por unidad, se han incrementado notablemente, sobre todo, los correspondientes al pago a los inversores profesionales por servicios de asesoría.

Señala Philippon que las dos cuestiones más importantes en las finanzas de hoy en día son: 1) ¿Por qué el volumen de transacciones es tan importante?; y 2) ¿ese aumento de las transacciones se traduce en un mayor refinamiento de los precios o un mejor reparto del riesgo? Sugiere el autor que los costes del sector financiero son un 2% del GDP superiores a los que serían necesarios, lo cual representa una deficiente asignación de recursos de \$ 280 billones (americanos) anuales en U.S.

En la misma dirección, aunque más contundentes, son los datos del Grantham (2010). Las finanzas suponían el 3% del GDP en 1965, ahora el 7'5%. El sistema financiero está sobredimensionado lo cual afecta negativamente a la economía real. "Es como correr con una grande, pesada, y creciente sanguijuela sobre la espalda" (p. 7).

El volumen creciente de transacciones en los mercados y los costes de asesoramiento profesional son considerados por Samuelson (1998) con un tono crítico que yo calificaría de comprensivo. Sugiere que el 80% de las transacciones son un despilfarro, y que los clientes de los inversores profesionales estarían más satisfechos si estos redujeran el volumen de operaciones y los costes de administración. Los costes de la gestión profesional de activos y de la transacción de acciones pasaron del 0'4% del GDP en 1980 al 1'9% en el 2006; son reflejo del crecimiento de los activos financieros, de la parte administrada profesionalmente, y de las remuneraciones más altas de esta gestión (Greenwood y Scharfstein, 201, p. 108).

Los beneficios del sector financiero han sido crecientes en las últimas cuatro décadas. En el período 1973-1985, no superaron ningún año el 16% del obtenido por todas las empresas en los Estados Unidos. En la década de los noventa oscilaron entre el 21% y el 30%, los más altos desde 1945; en la primera década de este siglo llegaron al 41% (Johnson, 2009). Según datos del *Financial Crisis Inquiry Report* (FCIR) (2011), en 1980 el sector financiero obtuvo el 15% de los beneficios de todas las sociedades; en el 2006 el 27%.

En el artículo citado, Tobin expresaba su preocupación por el creciente número de graduados que elegían el sector financiero como meta laboral. La elección ha dependido en el tiempo de la evolución de los salarios y beneficios obtenidos en las finanzas. Fraser (2005) señala que

en 1928, en el auge bursátil que precedió al hundimiento de la bolsa, el 17% de los graduados de la *Harvard Business School* se dirigieron a *Wall Street*. En 1941, en pleno descrédito de las finanzas por los excesos que se atribuyeron al sector en la Gran Depresión, sólo eligieron *Wall Street* como destino el 1'3%. Se había extendido la crítica sobre el escaso entusiasmo por el trabajo duro en *Wall Street*.

La situación ha cambiado por completo en las últimas décadas con la revitalización de las finanzas. En los años 1969 a 1973, el 6% de los graduados del *Harvard College* se dirigieron a los servicios financieros; en el año 2008, el 29% eligieron las finanzas, el porcentaje más elevado de las economías avanzadas excepto Suiza (Greenwood y Scharfstein, 2012).

El prestigio de las finanzas como destino laboral, donde era más fácil hacer fortuna en plena juventud está bien recogido en la experiencia que cuenta Lewis (2010), autor de un libro muy famoso (*Liar's Poker*) que relata las poco edificantes anécdotas de los supermillonarios componentes del departamento de bonos de Salomon Brothers, cuyos personajes (*los amos del universo*) inspiraron la conocida novela de Wolf "La hoguera de las vanidades" y cuyo director, Meriwether, fue el creador del mayor *hedge fund* que ha existido (*Long-Term Capital Management*), que sería salvado de la quiebra en una operación de sus principales financiadores en 1998 auspiciada por la Reserva Federal.

Cuenta Lewis que en una conferencia dictada en la Universidad de Ohio creía que los estudiantes que leyeran su famoso libro se decantarían por abandonar la idea de incorporarse al mundo de las finanzas; que esos estudiantes brillantes que desearan ser oceanógrafos, por ejemplo, rechazarían la oferta de *Goldman Sachs* y se decidirían por el mar. Sin embargo recibió numerosas cartas de los estudiantes preguntando si tenía algún otro secreto de *Wall Street* que compartir.

Volcker (2009) (que precedió a Greenspan en la Presidencia de la FED) ha sido uno de los más acerbados críticos de los excesos de las finanzas, en especial de las consecuencias de la innovación financiera y del riesgo sistémico. No me resisto a reproducir una anécdota personal que refleja el clima de opinión de los Estados Unidos respecto de las finanzas:

"Uno de los días más tristes de mi vida fue cuando mi nieto –y es un nieto particularmente brillante– fue a la Universidad. Era bueno en matemáticas. Después de un año o dos le pregunté por sus proyectos. "Me dijo que quería ser un ingeniero financiero". Me deprimí. ¿Por qué deseaba desperdiciar su vida en esa profesión? Hace un año aproximadamente, mi hija había leído en el periódico algunas manifestaciones más desdeñosas sobre la ingeniería financiera. Se las envió a mi nieto que no se comunicaba conmigo demasiado. Me envió un correo electrónico: "Abuelo, no nos culpes. Estábamos siguiendo el consejo de nuestros superiores". La única cosa que pude hacer fue enviarle otro correo. "No acepto la excusa de Nuremberg" (p. 3).

La captación de "talento" por las finanzas no se limitaba a las Facultades de Economía o a las Escuelas de Negocios. La cualificación exigida tenía en cuenta como criterio fundamental de selección la preparación matemática, que facilitara la comprensión e innovación en el complejo y abstracto mundo de la innovación financiera. Los *quants* –así se denominó a estos especialistas– eran los protagonistas de las finanzas cuantitativas, "una mezcla interdisciplinaria de modelos inspirados en la física, técnicas matemáticas, y ciencias de la computación, con objeto de valorar los activos financieros" (Derman, 2004, p. 3).

Como refiere Stiglitz (2003), en la década de los noventa las finanzas imperaron sin oposición. En Wall Street se hacían fortunas rápidamente y lo mejor y más brillante de la juventud de los Estados Unidos participó con entusiasmo. La idea fuerza que justificaba la fiebre es que "las recompensas eran reflejo de la productividad. Los mejor pagados eran los que más aportaban a la sociedad. Era natural que la juventud se sintiera atraída por este frenesí. Podían ayudar a la sociedad mientras se ayudaban a sí mismos" (p. 15).

Lo que estaba ocurriendo, según Stiglitz, era que en los años noventa la pujanza de lo financiero había trastornado, en algunos aspectos esenciales, un conjunto de viejos equilibrios y contrapesos: el equilibrio entre Wall Street, el comercio y los trabajadores; entre la industria tradicional y las nuevas tecnologías; entre el Gobierno y el mercado. Todo debía remitirse al juicio de los mercados financieros y éstos dictaron que todos los países, incluidos los Estados Unidos, debían someterse a la disciplina del mercado.

Los salarios y las remuneraciones en el sector financiero han seguido la tónica de su importancia y prestigio en la sociedad. Una investigación que estudia los niveles salariales y cubre el período 1909-2006, comparándolos con los existentes en el sector privado (excluyendo el agrícola), muestra forma de U en esos años. La principal conclusión es que los determinantes de la evolución de la educación y los salarios en el sector financiero han sido la desregulación y la importancia de las finanzas en las empresas. Desde finales de la década de los noventa los salarios en las actividades financieras superaban entre un 30% y un 50% los obtenidos en los otros sectores (Philippon y Reshef, 2009).

Los datos de Johnson (2009) muestran que en el período 1948-1982 la remuneración media del sector financiero osciló entre el 99% y el 108% de la media de la industria privada. A partir de 1983 se inicia una escalada hasta el 181% en 2007.

Hasta ahora he hecho referencia a remuneraciones medias, pero en el sector financiero se ha producido un ensanchamiento del abanico salarial muy importante. Especial significación tienen las remuneraciones de los principales ejecutivos ligadas a los resultados obtenidos (*bonus*) y muy a menudo establecidas en relación a la evolución bursátil de las empresas (*stock options*). Grantham (2009a) señala que cuando llegó a los Estados Unidos en 1964 la remuneración de los CEO (*Chief Executive*

*Officer*) en relación al salario medio de los empleados, se situaba entre 20/1 y 40/1 lo cual le parecía perfectamente respetable y en línea con la proporción de los treinta años previos. En el 2006, este ratio había escalado hasta niveles entre 400/1 y 600/1, lo cual solamente podía calificarse como obsceno.

Los últimos treinta años se han producido burbujas en los mercados de acciones e inmuebles. En el vórtice de estos excesos se sitúa la *burbuja de los incentivos*, ligada a la idea de que los mercados eran la herramienta ideal para evaluar resultados en las empresas y promover su reestructuración. Desai (2012) ha destacado como en 1990 las compensaciones a los directivos basadas en la evolución de la cotización de las empresas afectaba al 20% de éstas; en 2007 se elevó al 70%.

Podría pensarse que la escalada de retribuciones ha sido frenada por la crisis financiera. Lo ha sido, pero por poco tiempo. Las actividades ligadas a los mercados financieros han demostrado una capacidad extraordinaria para rehacer su cuenta de resultados y, sobre todo, para restablecer los *bonus* ligados a las mismas. El testimonio del Financial Crisis Inquiry Report (FCIR) (2011) es elocuente:

“Las actividades ligadas a los mercados financieros han obtenido beneficios record y de nuevo están distribuyendo grandes bonus. Para los que trabajan en la ciudad de Nueva York, los bonus en las firmas de Wall Street ascendieron a \$ 20,3 billones (americanos), un 17% más que el año anterior, con una compensación media que subió un 27% superando los \$ 340.000. Después de las pérdidas de 2007 y 2008 el *controller* del Estado de Nueva York declaró que en el 2009 los beneficios de esas firmas alcanzaron un record de \$ 61,4 billones, casi el triple de los obtenido tres años antes” (p. 401).

La creciente importancia de las finanzas ha sido reforzada por otros dos factores, uno ilusorio y el otro perjudicial. El ilusorio procede de los mayores beneficios de un mercado alcista debido a la contabilización a precios de mercado de los activos (*mark-to-market*). Esos beneficios han impulsado las remuneraciones de los directivos de las entidades financieras ligadas a las cotizaciones bursátiles, incentivando por esta vía la mayor propensión al riesgo.

El posible perjuicio es la *extracción de rentas*, esto es la apropiación de una parte progresiva de las rentas de los clientes de las entidades financieras. La investigación de la FSA (*Financial Service Authority*) (2009) señala como razones que hacen posible la extracción de rentas:

“... la opacidad de márgenes, la asimetría de información y conocimiento entre los productores y utilizadores de los servicios financieros, y la estructura de las relaciones (*principal/agent*) entre inversores y empresas, así como entre éstas con sus empleados. Los servicios financieros al por mayor, en particular los aplicados a la titulización de la intermediación del crédito, y al

comercio de los instrumentos de titulización de crédito, llegaron a tener una dimensión injustificada por el valor de sus servicios a la economía real” (p. 49).

La capacidad de las finanzas para apropiarse de rentas ha sido extraordinaria. Los beneficios de las empresas financieras que figuran en el S&P 500 pasaron de 65 billones en 1996 a 232 en el 2007; esas cifras suponían, en ambos años, el 19’5% y el 27% de los beneficios totales de las empresas integradas en el índice. Esa capacidad se traslada a altos salarios, atraen a los graduados más brillantes, e incentiva la creación de productos complejos que permitan extraer más rentas orillando la regulación financiera. El final de la carrera son las crisis financieras provocadas por el mayor nivel de riesgo asumido, y el salvamento de las entidades con dinero público. Las intervenciones públicas implican que es demasiado tarde para confiar en soluciones de mercado libre (The Economist, 2009).

La constatación de que las regulaciones actuales, inspiradas por la competencia y el libre mercado, han aumentado la capacidad de apropiación de rentas por las finanzas, está obligando a reflexionar sobre ideas aceptadas en el marco que precedió a la crisis financiera actual. De manera especial se plantea si la mayor presencia de las finanzas favorece la eficiencia en la asignación de los mercados, si es un atributo positivo desde la perspectiva económica (Turner, 2011b). Naturalmente, con la crisis estas dudas se han recrudecido.

Lo que parece claro es que la liberalización financiera ha favorecido la presencia de los mercados en las finanzas, y que ello ha impulsado los beneficios de los mayores bancos de inversión y los conglomerados financieros, con importantes ventajas competitivas que tenían como prioridad la potenciación de los mercados (Underhill, 2009).

## **4. CRECIMIENTO DE LAS FINANZAS. FINANCIALIZACIÓN**

### **4.1. Crecimiento de las Finanzas**

En los últimos 160 años, el crecimiento de la intermediación financiera ha superado al incremento de la economía en un 2% anual. Esto es, el valor añadido del sector financiero ha sido algo superior al doble del conjunto de la economía desde 1850. No ha sido, sin embargo, un progreso lineal; hasta la primera guerra mundial fue muy rápido; desde el final de ésta hasta comienzos de los años 1970 la tasa de crecimiento de las finanzas fue algo menor a la del resto de la economía, reflejo en parte de las limitaciones cuantitativas y de la estrecha regulación gubernamental de las actividades financieras a partir de la Gran Depresión.

El período que se abre en la década de 1970 hasta el 2007, fecha de estallido de la crisis financiera actual, es de aceleración de las magnitudes en un marco de liberalización creciente. En estos años, el crecimiento de las finanzas superó en un 1'5% anual al de la economía acelerándose el diferencial a partir de los años 1980 (Haldane et al., 2010).

En el caso del Reino Unido, el balance de los bancos en relación al GDP se mantuvo estable durante casi un siglo (1880-1980) en torno al 50%. Desde finales de los años 1970 este porcentaje subió de forma dramática situándose al comienzo del presente siglo en más de 5 veces el GDP (Haldane, 2009).

En las tres últimas décadas, el sistema financiero de los Estados Unidos ha triplicado su tamaño considerando el porcentaje de crédito en relación al GDP. Cuando se han producido problemas en las finanzas, la Reserva Federal (FED) ha reducido los tipos de interés para aliviar el bache, haciendo cada vez más frágil la situación, hasta llegar a la situación actual, con tipos de interés cercanos a cero (Boone y Johnson, 2010).

Tiene mucha importancia precisar las vías por las cuales se está produciendo este crecimiento de las finanzas. La investigación de Shin (2010) detalla la evolución de cuatro sectores en USA desde 1954 (empresas no financieras, familias, bancos comerciales, e intermediarios no bancarios *-broker-dealer-*). Dando valor 1 al año 1954, los tres primeros sectores multiplicaron su volumen por 80, pero el sector *broker-dealer* lo hizo por 800 hasta que se produjo la crisis actual. El investigador se plantea si cabe considerar a la titulización y al sistema financiero basado en los mercados como la norma, o como una larga pero temporal tendencia, que ha de culminar en el desarrollo de sistemas financieros más sostenibles y menos dependientes de los mercados.

El crecimiento explosivo de las finanzas se frenó con la crisis del 2007 y de forma aún más clara en el 2008. A partir de ese año se generaliza la idea de que la carga asumida por los sectores reales y el riesgo asumido por las entidades financieras era excesivo, y se imponía su reducción en favor de la estabilidad financiera.

No está claro que el excesivo riesgo asumido por los intermediarios financieros estuviera basado en el supuesto, sobre todo en los bancos, de la garantía implícita o explícita de que al ser demasiado grande para caer, el nivel de riesgo no tenía demasiada importancia. La idea impulsora era que el riesgo era pequeño, se comprendía perfectamente su alcance y estaba controlado. Como señala Turner (2011a), los incentivos tuvieron importancia, pero también la miopía.

Conviene destacar que una parte importante y también creciente de los activos y pasivos financieros y de las transacciones se produce entre las propias instituciones financieras, esto es, no son contrapartida de

operaciones con los sectores reales. En los años 1970, el comercio mundial y el flujo de las inversiones a largo plazo se reflejaban en operaciones en los mercados de divisas que duplicaban el valor de los flujos reales; en la actualidad son 50 veces mayores con predominio del corto plazo. El volumen de derivados de tipo de interés y de crédito ha crecido de forma exponencial así como los referidos a los mercados de materias primas. Desde 1990 las transacciones diarias en los mercados organizados de petróleo se han multiplicado por diez en relación al volumen de producción (Turner, 2009).

Característica esencial del crecimiento de las finanzas ha sido su alcance global: se ha producido en todos los países, desarrollados y emergentes, y la propia internacionalización explica en buena medida el aumento de las magnitudes financieras.

La globalización financiera se ha realizado a gran velocidad progresando mucho más rápidamente que las propias economías y que el comercio internacional de bienes y servicios. En muchos aspectos las tendencias de las últimas décadas parecen un retorno a las existentes con anterioridad a la Primera Guerra Mundial. La Gran Depresión que siguió a este conflicto frenó las economías, el comercio de bienes y servicios y la internacionalización de los flujos financieros. Hay una diferencia sustancial entre aquella situación y la actual; ahora, muchos más países están integrados en la economía real y financiera global que en 1910 (Blinder, 2000).

El crecimiento de las magnitudes financieras en relación a las reales se muestra con claridad en la investigación de McKinsey (2008). Contruye un índice que denomina profundidad financiera (*Financial depth*) que es el porcentaje de la suma de activos financieros (acciones, deuda pública y privada y depósitos bancarios) respecto al GDP. El índice pasa del 109% en 1980 al 346% en 2006.

El avance financiero ha sido general. En 1990 sólo 33 países tenían activos financieros superiores a su Producto Nacional; en 2006, 72 países lo superaban. En la actualidad, en todos los países desarrollados e incluso en los mayores emergentes las magnitudes financieras se sitúan entre dos y tres veces su GDP.

La globalización financiera ha estado apoyada en la liberalización y en los avances tecnológicos en el tratamiento y difusión de la información. En el campo de las finanzas han tenido lugar dos hechos que han coadyuvado: la revolución de la teoría financiera y el éxito de los bancos centrales en conseguir un marco de estabilidad monetaria. La nueva situación que se consolida desde la década de 1980 la denomina Wolf (2007) capitalismo financiero que supone el predominio del comercio de activos existentes sobre la producción a largo plazo.

Esa orientación explica la consolidación de dos centros financieros internacionales: Nueva York y Londres. Señala Wolf que no ha sido un accidente que ambos sean países de lengua inglesa con una larga

historia de capitalismo financiero; tampoco es accidente que Hong-Kong, con tradiciones e instituciones inglesas, no Tokyo, se considere con generalidad el mayor centro financiero de Asia. En definitiva, la globalización de las finanzas se ha producido en el marco de los principios e instituciones de los países anglosajones.

En estas ideas se encuadra la defensa a ultranza de la City de Londres, su vocación financiera internacional y la distancia del Reino Unido respecto a las ideas financieras de otros países de Europa. The Economist lo expresa con claridad:

“Las economías funcionan mejor cuando reflejan la ventaja competitiva innata de un país. El Reino Unido debería, por tanto, tener un sector financiero relativamente grande, y los políticos deberían celebrarlo antes que lamentarlo. Si continúan su política de negligencia maligna, el Reino Unido se levantará un día y descubrirá que ha perdido una de las agrupaciones (*clusters*) de negocios de mayor éxito en el mundo, y la mejor esperanza de que la próxima generación pueda ganarse decentemente la vida” (2012, p. 8).

#### 4.2. El protagonismo de las familias. Financiarización

Una definición muy aceptada de financiarización es la de Epstein (2005): “... Financiarización significa el papel creciente de los estímulos financieros, de los mercados, de los agentes y de las instituciones financieras en las operaciones de las economías nacionales e internacionales” (p. 3). Como se ha destacado, este protagonismo de las finanzas fue analizado ya por Veblen en su *The Theory of Business Enterprise* (1904). Distinguía Veblen entre una economía monetaria (*money economy*) en la cual el producto o el mercado de bienes (*goods market*) era dominante y una economía de crédito donde predominara el mercado de capital (*credit economy*) (Erturk et al., 2008).

Es muy significativo que en la economía de crédito los principales receptores no hayan sido las empresas no financieras, sino las familias. En términos relativos, en relación al GDP, las empresas tienen una cuota de crédito inferior a la de 1920. Sin embargo, la tendencia creciente al endeudamiento de las familias ha llevado a que, por primera vez en la historia, el crédito a las mismas supere el 100% del GDP (Philippon, 2011a).

En los países desarrollados en el quinquenio anterior al 2007 el porcentaje de deuda sobre la renta de las familias subió un promedio de 39 puntos hasta el 138%. En Dinamarca, Islandia, Irlanda, Holanda y Noruega la deuda superó el 200% de la renta de las familias (Fondo Monetario Internacional, 2012).

España ocupa un lugar destacado en el ranking. Dos características adicionales contribuyen a comprender la fragilidad financiera en el caso de la economía española: el endeudamiento ha crecido sobre todo en las

familias con menor renta; y ha estado asociado a un boom inmobiliario que ha estallado con gran violencia a partir del año 2008 (McKinsey Global Institute, 2010).

Las dos grandes crisis financieras (1929 y 2008) fueron precedidas por un incremento notable en la desigualdad de rentas así como en el nivel de endeudamiento de las familias. Eso ha inducido a proponer una explicación teórica que ligue: la mayor desigualdad de rentas; el nivel de endeudamiento y su rápido crecimiento; la fragilidad financiera; y por último, las crisis financieras (Kumhof y Ranciere, 2011).

En un libro sugestivo, Rajan (2010) argumenta que la creciente desigualdad entre las rentas familiares en los Estados Unidos, ejerció una presión política importante para hacer más asequible el crédito a los más desfavorecidos, estimulando el boom inmobiliario. No es la primera vez que la desigualdad presiona a favor de la permisividad en la regulación financiera. En los primeros años del pasado siglo, el empobrecimiento de los agricultores y el auge de los movimientos populistas, forzaron en los Estados Unidos a la expansión bancaria para facilitar el acceso al crédito.

#### 4.3. La crisis financiera: nueva situación

En los últimos cuarenta años se ha sostenido con generalidad que cuanto mayor sea la magnitud de las finanzas, por ejemplo cuanto más elevado sea el crédito en relación al GDP, más se favorecía el crecimiento económico. Esta idea central empezó a cuestionarse en su vertiente internacional con la crisis financiera asiática de 1997-98, aunque el núcleo esencial del pensamiento económico ha seguido manteniéndola (Boone y Johnson, 2010b).

La crisis financiera actual ha erosionado aún más esa creencia básica. Como expondré más adelante, el difícil objetivo de reducir el endeudamiento privado va en esa dirección, así como la política de reducir personal, cerrar oficinas y disminuir el peso del Sistema Financiero. España es un buen ejemplo al respecto.

Uno de los más destacados defensores de la liberalización financiera, y del poder norteamericano ligado a la eficiencia de sus mercados ha sido Greenspan. En Marzo de 2010 (las fechas en estos años críticos son fundamentales), planteaba si la crisis interrumpiría la tendencia, sostenida durante décadas, del peso creciente de las finanzas en la economía de los Estados Unidos. No le parece evidente ni conveniente que la crisis haya producido una interrupción duradera de esa tendencia. A su juicio, las altas remuneraciones y la capacidad de atracción del sector financiero reflejan la mayor preparación exigida por la sofisticación progresiva de las finanzas. Considera, no con tono crítico sino admirativo que: "En el 2007 la cuarta parte de todos los graduados en el venerable *California Institute of Technology* se emplearon en el sector financiero" (p. 15).

A juicio de Greenspan, que se pronuncia en el clima de propuestas de reforma en las instituciones financieras consecuencia de la crisis, la cuestión esencial a considerar es si el peso creciente de las finanzas en las últimas décadas es casual, o la confirmación de que se precisan más servicios financieros para intermediar la progresiva complejidad de la división del trabajo.

La crisis financiera está dando argumentos a los críticos que ponían en duda las ventajas atribuidas a la globalización financiera. En primer lugar, los países emergentes no se han visto afectados por la crisis, circunscrita, hasta ahora, a los países industriales con libertad de movimientos de capital; mantienen, sin embargo, los emergentes ritmos importantes de crecimiento económico. En segundo término, se han invertido los papeles; la idea de un déficit de ahorro en los países emergentes y la aportación compensadora de los desarrollados se ha visto superada por el fenómeno contrario: los emergentes son los financiadores y son también reticentes a la liberalización financiera en el interior y con el exterior (Rodrick y Subramanian, 2009).

La experiencia reciente ha resaltado que la Financiación Extranjera Directa, en acciones existentes o financiando nuevas inversiones productivas, ejerce un efecto positivo en el país receptor. En el caso de inversiones estrictamente financieras el juicio es con frecuencia negativo al provocar alzas en el tipo de cambio, que desalientan la producción industrial en el país receptor, fomentando burbujas que incrementan su fragilidad financiera y exponiendo a salidas súbitas de los fondos (Kose et al., 2007).

La investigación de Kose et al. (2008) apunta en la misma dirección. El nivel de integración financiera, medido por las obligaciones frente al exterior en relación al GPD, no aparece correlacionado con el crecimiento de la Productividad Total de los Factores (PTF). El detalle de la financiación del exterior muestra que la financiación extranjera directa y la inversión en acciones contribuyen positivamente a la PTF; no sucede lo mismo con la deuda exterior, aunque los efectos negativos sobre la PTF son menores en países que tienen un sistema financiero con instituciones de mayor calidad.

La dolorosa experiencia de la crisis actual en Estados Unidos y en Europa, así como la propia de Geithner (actual secretario del Tesoro de los Estados Unidos) en la gestión directa de ésta y otras crisis, no es obstáculo para que éste proponga la apertura y profundización del sector financiero en las economías emergentes importantes (China, India y Brasil). Se entiende perfectamente que desee introducir mecanismos de mercado que hagan más difícil sostener tipos de cambio infravalorados que favorecen la competitividad en el caso de China.

Existe, no obstante, también una intencionalidad empresarial al impulsar la profundización de las finanzas en esos países, puesto que los grandes bancos americanos podrían participar en un proceso que les resultaría extraordinariamente provechoso. Apunta Geithner que los beneficios

mutuos de la apertura internacional y de la liberalización interna, responden al mismo patrón que la internacionalización de *Microsoft* o de cualquier otra actividad. La crítica de Johnson (2011) considera que las finanzas son muy distintas: 1) incorporan el factor riesgo y la propensión a crisis financieras derivadas de su expansión; esos riesgos son, además, muy difíciles de controlar, como muestra la propia experiencia de los Estados Unidos. 2) Argumentos parecidos fueron los empleados en la década de los años 1970 con los riesgos asumidos por los bancos americanos, en los países entonces emergentes, que culminaron con graves problemas para la banca norteamericana y la intervención del Tesoro para superar la situación.

La experiencia de la crisis financiera actual ha permitido observar los efectos de la profundización e internacionalización de las finanzas. Los problemas de Irlanda e Islandia son extremos, pero también han sido afectados sistemas bancarios como el de la conservadora Suiza, donde se preconiza ahora una reducción drástica del tamaño de las grandes entidades.

El crecimiento de las magnitudes financieras corresponde al aumento de los balances de los agentes económicos. White (2010) es un componente destacado del grupo de analistas que, en el seno del BIS, advirtieron en los primeros años del siglo actual sobre los desequilibrios que podría estar incubando la aparente calma de "La Gran Moderación". Este autor aconseja que la atención no se limite a los flujos, sino que se oriente hacia los stocks y la composición de los balances.

En esta línea, el protagonismo de las familias o en la expansión reciente de las finanzas, y la incidencia de la crisis financiera en sus balances, obliga a reflexionar sobre sus consecuencias.

La primera cuestión es el riesgo que se incorpora tanto en el activo como en el pasivo del balance de las familias. Las mayores obligaciones del pasivo están sujetas a las variaciones del tipo de interés, lo cual es relevante si se tiene en cuenta que una partida importante corresponde a préstamos (la mayor parte para comprar viviendas) contratados a tipos de interés variable. En el activo (también es esencial la vivienda), el alza de los precios ha permitido la extracción de rentas y financiación adicional con la garantía de valoraciones crecientes. El mismo mecanismo opera en el declive: las menores valoraciones implican reducción de garantías que pueden forzar a la venta apresurada de activos, a préstamos adicionales y a la reducción de la riqueza neta.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2006) recoge el mayor protagonismo de la vivienda en la financiación de las familias:

"Desde 1985 (el período durante el cual los mercados hipotecarios han sido liberalizados en muchas economías desarrolladas), los descensos de los precios de la vivienda han afectado en mayor medida al consumo y a la inversión residencial. Este hecho es consistente con la proposición del

mayor papel de la vivienda como garantía en el consumo de las familias” (p. 116).

La trascendencia del mayor balance de las familias no se debe sólo al boom inmobiliario y al endeudamiento consiguiente. En las últimas décadas, al calor de la liberalización se ha inducido a que una parte creciente del ahorro destinado a pensiones se canalice a través de las entidades financieras hacia inversiones de mayor riesgo en los mercados. En consecuencia el activo del balance de las familias aparece ligado, en mayor medida, a las valoraciones de los mercados (Langley, 2008).

Las cuestiones planteadas en este apartado sobre el crecimiento de las finanzas, la financialización y la mayor atención que debe prestarse a los stocks, en el marco de la crisis financiera actual, inducen –en mi caso– a una reflexión crítica respecto a la utilidad del gigantismo financiero, y a plantear la vigencia de los supuestos que han impulsado en esa dirección. Uno de los analistas más lúcidos de la situación actual de las finanzas expone:

“No hay evidencia clara de que el crecimiento y complejidad de los sistemas financieros en el mundo rico y desarrollado, en los últimos 20 o 30 años, haya producido mayor crecimiento o estabilidad, y es posible que la actividad financiera haya extraído rentas de la economía real antes que proporcionar valor económico. La innovación y profundización financiera puede en algunos aspectos, y bajo ciertas circunstancias, animar la creación de valor, pero esto precisa situarse al nivel de efectos específicos: no puede afirmarse a priori o sobre la base de un nivel de análisis general” (Turner, 2010, p. 6).

El mismo autor citado (Turner, 2009) plantea la necesidad de revisar los argumentos sobre las funciones que cumplen los sistemas financieros en la economía, el nivel de endeudamiento de las propias instituciones financieras y de los agentes, así como el volumen óptimo del comercio de activos que genera la liquidez de los mercados. Es necesario reflexionar sobre si esta liquidez, basada en un volumen creciente de especulación, proporciona beneficios ilimitados o está sujeta, como en otras actividades, a una utilidad marginal decreciente. Estas cuestiones no se abordan a menudo puesto que la ideología dominante las considera irrelevantes, y entiende que el nivel óptimo de volumen de actividad en los mercados, y del endeudamiento es el que establece el libre mercado.

La investigación de Arcand et al (2012) sale al paso de las protestas respecto a que los proyectos de mayor regulación financiera inspirados por la crisis, den lugar a una disminución de la actividad crediticia y, en definitiva, a una reducción del nivel de vida. Señalan estos autores que esas críticas están basadas en el supuesto de que el tamaño creciente del sector financiero favorece el progreso económico.

En los países con mayor tamaño del sector financiero no hay correlación positiva entre profundización financiera y crecimiento económico. Si la hay en naciones en las cuales el tamaño del sector financiero es menor, pero parece existir un umbral a partir del cual el crecimiento de las finanzas provoca un efecto negativo sobre la economía, debido a la mayor volatilidad y frecuencia de crisis financieras y a la menor eficiencia en la asignación de los recursos (p. 23).

## 5. EL EXCESO DE ENDEUDAMIENTO Y LA DIFICULTAD DE REDUCIRLO

**H**e hecho referencia al endeudamiento generalizado que ha tenido lugar en las últimas décadas. Ha afectado al sector público, a las empresas financieras, a las no financieras, y de forma muy especial a las familias. Existe acuerdo general de que la crisis ha puesto de relieve los niveles insostenibles que se han alcanzado.

Se ha llegado a lo que se ha denominado "momento Minsky", esto es, a una situación en la cual no es posible continuar la tendencia creciente del endeudamiento, puesto que los agentes no generan rentas suficientes para hacer frente a las obligaciones contraídas. La crisis financiera conlleva el deterioro de las valoraciones y reduce la capacidad de atender el servicio de la deuda. Crecen los impagados y las crisis bancarias. Se impone la reducción del endeudamiento como requisito previo para el retorno a una tasa de crecimiento económico recurrente y sostenible.

El informe McKinsey (2012) revisa la situación de las grandes economías desarrolladas <sup>(2)</sup> y muestra con claridad las dificultades del proceso: el porcentaje de deuda total sobre el GDP ha descendido desde la crisis sólo en tres países: Estados Unidos, Corea del Sur y Australia.

Destaca el Informe la relevancia de la experiencia de Suecia y Finlandia en la década de 1990. El desendeudamiento tuvo lugar en dos fases: en la primera, familias, empresas e instituciones financieras redujeron su deuda significativamente durante varios años, con crecimiento económico mínimo o negativo pero con alzas del stock de deuda pública; en el segundo, se reanimó el crecimiento económico y la deuda de los agentes fue reduciéndose durante muchos años.

El Informe destaca seis etapas previas al retorno del crecimiento económico: 1) estabilización del sector financiero y restablecimiento del canal del crédito; 2) realización de reformas estructurales; 3) planes creíbles de reducción del déficit público; 4) crecimiento de las exportaciones; 5) recuperación de la inversión privada, y 6) estabilización de la construcción residencial.

---

<sup>2</sup> Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá, España, Australia y Corea del Sur.

En España, desde el 2007 se ha reducido muy ligeramente la deuda de las familias y de las empresas y ha aumentado sustancialmente el déficit de las Administraciones Públicas (Carbó y Rodríguez, 2012). En conjunto, después de 5 años de crisis no se ha avanzado en el desendeudamiento total transformándose, por efecto de la crisis de las instituciones financieras, deuda privada en pública.

El recurso a la deuda es un arma de doble filo; usado con moderación es positivo, en exceso resulta un desastre. En los últimos treinta años (1980-2010) la deuda pública, de las empresas no financieras y la de las familias, ha pasado del 167% al 314% del GDP. La investigación de Cecchetti et al. (2011) estima que a partir de un cierto nivel la deuda perjudica al crecimiento económico. El umbral lo sitúan en el 85% del GDP para la deuda pública, 90% en las empresas no financieras y 85% para las familias.

Los excesos en el nivel de endeudamiento de las instituciones financieras han sido espectaculares. En los Estados Unidos, epicentro de la crisis financiera, en los bancos de inversión, la deuda sobre recursos propios se situó en 40 a 1. Las empresas privadas, pero con respaldo público, Fannie Mae y Freddie Mac alcanzaron 75 a 1. Muchas instituciones superaban estas cifras si se incorporaran las exposiciones fuera de balance y las posiciones en derivados (*Financial Crisis Inquiry Report*, 2011).

Estos excesos tenían como fundamento una ideología basada en la capacidad de los agentes económicos para gestionar el riesgo, así como la suficiencia de las instituciones financieras para ejercer la disciplina mediante una vigilancia estricta de las prácticas y de la sanidad de los integrantes del sector financiero. El principal valedor de esta ideología ha sido, sin duda, Greenspan, el presidente de la FED hasta los albores de la crisis financiera.

Permítaseme que reproduzca algunos párrafos sobre la deuda de su libro autobiográfico publicado, precisamente, en el 2007:

“... la proporción de la deuda de los hogares respecto a su renta sigue creciendo, y los críticos todavía se frotan las manos... Esos temores pasan por alto un hecho fundamental de la vida moderna: en una economía de mercado, el aumento de la deuda va de la mano del progreso” (p. 398).

“Una ratio deuda-ingresos al alza para los hogares o la deuda no financiera total respecto del PIB, no es, por sí misma, una medida de tensión financiera... Tanto los activos como la deuda del sector no financiero han subido más rápido que los ingresos a lo largo del pasado medio siglo... Cuesta juzgar lo problemático que es este aumento a largo plazo del apalancamiento financiero” (p. 414).

“El aumento del apalancamiento parece ser el resultado de las enormes mejoras en tecnología e infraestructuras, no de unos humanos significativamente más propensos al riesgo” (p. 415).

“Al asumir el cargo me esperaba una agradable sorpresa. Sabía por mis contactos con miembros de la plantilla de la FED, sobre todo durante la Administración Ford, lo muy cualificados que estaban. De lo que no había sido consciente era de la orientación pro libre mercado del personal, que en ese momento descubrí que caracterizaba a la División de Supervisión y Regulación Bancaria” (p. 429).

La crisis actual ha demostrado que no era realista extrapolar el fuerte crecimiento del endeudamiento; el proceso se desarrolla conforme con la teoría de Minsky y su hipótesis de la inestabilidad financiera.

La crisis ha puesto en lugar preferente de atención el nivel de deuda; la aportación de Geanakoplos (2010) va en esa dirección, sugiriendo una posición activa de los bancos centrales que tendrían que limitar el nivel de deuda en las fases de crecimiento, y facilitar su crecimiento en etapas de incertidumbre. Los bancos centrales deberían, pues, controlar y regular el endeudamiento junto a los tipos de interés.

Como he apuntado, el estallido de la crisis tuvo lugar con sistemas financieros fuertemente endeudados. El nivel de deuda estaba escasamente regulado; de una manera menos estricta para los bancos europeos que para los Estados Unidos, cuyos bancos comerciales tenían limitado el nivel de endeudamiento y ello estimuló el crecimiento fuera de balance (Bruni, 2009).

De manera que lo acontecido en los últimos treinta años no debe considerarse normal, sino una acumulación de desequilibrios que precisan corrección. El principal reside en la necesidad de adelgazar los balances de los agentes lo cual, como he expuesto, no es tarea sencilla ni rápida. Especial relevancia tiene reducir el nivel de endeudamiento del sistema bancario.

Hanson et al. (2011) advierten del conflicto entre la perspectiva micro y macroeconómica. En la perspectiva microeconómica, el regulador cuando trata de proteger o restaurar el ratio de capital de un banco, no se pronuncia sobre si debe hacerse mediante la adición de más capital, esto es vía numerador, o reduciendo activos, esto es, disminuyendo el denominador. Sin embargo, si una parte significativa del sistema bancario está en dificultades e intenta vender activos, es probable que perjudique al conjunto de la economía generando dificultades para la obtención del crédito (credit crunch), o provocando ventas en cadena que impidan la realización de los activos.

Insisto en que el nivel de endeudamiento no es tarea fácil ni rápida. Hacerlo en términos nominales ha ido acompañado de bajos ritmos de

crecimiento económico o ha obligado a recurrir a expedientes de default o reestructuración de deuda pública y privada. Se supone de forma convencional que el desendeudamiento se produce mediante una corrección automática e inmediata del sistema económico. Keynes consideraba que se asumía con demasiado optimismo este "principio de difusión". El ajuste es un proceso, sin embargo, doloroso y lleva varios años reconducir la situación a zonas más estables (UBS, 2008a).

Reinhart (2009) ha expuesto la situación con claridad:

"El nivel de deuda pública ha estado subiendo en muchos países debido principalmente a la debilidad de la economía; el nivel de deuda privada no está bajando con rapidez por virtualmente la misma razón. Sin ser melodramática, la probabilidad de una mayor incidencia de los *defaults* y (o) una mayor incidencia de la inflación, no debería infraestimarse" (p. 25).

Se recuerda, no obstante, que en determinados períodos, en el de vigencia del sistema de *Bretton Woods* (desde finales de 1940 hasta mediados de 1970), se ha recurrido a la "represión financiera", apelando a la canalización directa hacia el gobierno de los recursos nacionales, estableciendo limitaciones sobre los tipos de interés, y regulando los movimientos internacionales de capital (Reinhart y Rogoff, 2011).

El recurso a la inflación para reducir la deuda en términos reales ha sido constante a lo largo de la historia. Está por ver, sin embargo, si en las grandes economías modernas es posible producir inflación y controlarla en los niveles requeridos. En el período 1933-1939, en el marco del *New Deal* el nivel de precios se elevó en torno a un 17%. Japón, en su larga etapa de semiestancamiento que se inició en los primeros años 1990, estuvo suspirando por que se produjera un poco de inflación que compensara la pronunciada tendencia deflacionista (UBS, 2008b).

En estas circunstancias algunos Gobiernos han establecido programas que alivien la carga de los más desfavorecidos, sobre todo en los Estados Unidos, y se proclama la necesidad de proceder a una revisión de los contratos que haga posible el cumplimiento, al menos parcial, de las obligaciones contraídas (Geanakoplos, 2010). Recientemente Skidelsky (2012) nos ha recordado con ocasión de la crisis actual la advertencia de Keynes: "El absolutismo real de los contratos... son los auténticos padres de la revolución" (p. 3).

Keynes realizó un análisis memorable de las relaciones entre deudores, acreedores, inflación y deflación. Permítaseme una cita del *Tract on Monetary Reform* (1923):

"Nada puede mantener la integridad de los contratos entre individuos, excepto la autoridad discrecional del Estado para revisar lo que ha llegado a ser intolerable. Los poderes de la usura ininterrumpida son demasiado grandes. Si el acrecentamiento de los intereses privados crecieran sin

moderación por muchas generaciones, la mitad de la población sería poco menos que esclava de la otra mitad" (p. 56).

En Diciembre de 1932, en plena Gran Depresión, Keynes hace una reflexión sobre las consecuencias del exceso de endeudamiento, que me parece asombrosamente actual:

"... la inviolabilidad del contrato, cuya preservación es un asunto de la mayor importancia para un país con la organización financiera de los Estados Unidos, como lo es para la Gran Bretaña, no puede mantenerse excepto que los acreedores se comporten de manera razonable. No es una ley inmutable de la naturaleza... Los deudores son solamente honorables en los países en los que los acreedores son razonables" (p. 384).

## 6. EFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA. PROPUESTAS DE REFORMA

**E**s cierto, como he señalado, que algunos habían advertido sobre los posibles desequilibrios que se estaban gestando en la larga etapa conocida como "La Gran Moderación", pero nadie pudo anticipar los efectos ni los mecanismos que produciría el vendaval. Con toda razón se equipara esta perturbación con "La Gran Depresión". Como entonces estamos intentando comprender las razones y consecuencias. Tenemos la desventaja de la mayor complejidad de las finanzas actuales; la ventaja, sin embargo de que el precedente de los años treinta ha actuado como una vacuna.

El *mantra* ahora es que no se repita la Gran Depresión; se está dispuesto a adoptar medidas audaces, sabiendo que implican servidumbre y correcciones para el futuro. El recuerdo de la Gran Depresión explica que no se critiquen las medidas de los bancos centrales para aumentar la liquidez y suplir a la iniciativa privada. En los años treinta, la fuerza de los "liquidacionistas", de aquellos que confiaban en el automatismo de la recuperación, y de las necesidad de depurar los excesos previos, era muy importante, anatemizando a los que tímidamente, sin respaldo teórico, aventuraban la necesidad de inversiones públicas que contrarrestaran el desastre. Ahora, aunque se advierta de las consecuencias de los desequilibrios que se están creando para combatir la crisis, no hay oposición a que los bancos centrales inunden de liquidez y se nacionalicen bancos con problemas, incluso en el mundo anglosajón, núcleo del pensamiento liberal y líder en la defensa del libre mercado.

Termina el quinto año de la crisis y no se avizora cuando se producirá la recuperación. Son muy meritorias las investigaciones históricas aportadas por Reinhart y Rogoff que intentan dar pistas de la duración, mecanismos y consecuencias de las crisis en el pasado. Ante la oscuridad, algo ilustran. Sin embargo, aunque los episodios de crisis

financieras tengan aspectos comunes, son decisivas las diferencias que corresponden, sobre todo a la trama institucional y a las circunstancias históricas, lo cual dota de singularidad cada perturbación.

Una investigación reciente comprueba que en la gran mayoría de los episodios de sobreendeudamiento público (superior al 90% del GDP) la corrección posterior afectó negativamente al crecimiento económico. Una característica del exceso actual de endeudamiento total (público y privado) es que en buena parte del mismo la financiación es externa, lo cual limita su reducción mediante medidas de ajuste nacional como pudiera ser la represión financiera (Reinhart et al, 2012).

Se discute y se investiga sobre las razones que explican el desastre en el que estamos inmersos; se tardarán muchos años en descifrar un fenómeno tan enrevesado. Este último apartado lo dedicaré a la actualidad de la propuesta impositiva de Tobin, así como a los proyectos de reforma de las finanzas a favor de reducir su dimensión y complejidad.

La responsabilidad de la crisis actual recae sobre los excesos de las finanzas; una parte importante del aumento de la deuda pública tiene su origen en el apoyo a las entidades bancarias en dificultades. Al tiempo, se contempla con asombro la magnitud de las transacciones financieras. En estas circunstancias, se apela a la propuesta de Tobin para gravar las transacciones y conseguir recursos, unas veces con propósitos redistributivos, otras para que los recursos así obtenidos del mundo financiero sirvan para compensar los esfuerzos públicos para sostenerlo en la crisis. Además, si se pone en cuestión que la liquidez en exceso puede ser perjudicial, un impuesto que grave las transacciones financieras tiende a reducir los aspectos negativos.

En 1972 Tobin propuso un impuesto muy reducido sobre las transacciones financieras para desanimar la especulación en los mercados. La idea la tomó de Keynes que en la Teoría General lo sugirió para poner freno a la fiebre especulativa en los mercados de acciones. Ahora bien, Tobin limitó su propuesta a las operaciones en los mercados de divisas que cobraron una actividad febril con el colapso del sistema de cambios fijos instaurado en *Bretton Woods*. De manera que el objetivo era reducir la volatilidad excesiva en los mercados internacionales.

Desde el principio se advirtieron dos limitaciones para su implementación: el mercado de divisas buscaría amparo en jurisdicciones que no aplicaran el impuesto; y los activos y productos financieros no gravados sustituirían a los sujetos al mismo (Reisen, 2002). Son los mismos reparos que se aducen en la actualidad.

Las discusiones y las propuestas de implantación de un impuesto sobre las transacciones financieras en la Unión Europea ponen claro un obstáculo que hoy aparece como insalvable: las diferentes posturas nacionales fundamentadas en distintas *visiones* del fenómeno económico

y financiero, y en intereses económicos divergentes. La importancia económica de la *City* de Londres es tal, que parece inconcebible que el Reino Unido participe en una iniciativa de este tipo. Además, las raíces e instituciones gestadas de la vocación comercial internacional y financiera de Inglaterra, tienen matices que difieren de la tradición y realidad industrial de Europa continental, en especial de Alemania.

Keynes aconsejaba leer los escritos de economía intentando comprender no sólo la literalidad de las propuestas, sino el sustrato y la intencionalidad no explícita del autor. Eso intentaré con la propuesta de Tobin. En una entrevista de su discípulo Shiller (1999) Tobin precisa:

“Mi razón principal para proponer el impuesto sobre transacciones no es entendida a menudo. La gente supone que está dirigido a “especuladores” y a la volatilidad. Su principal objetivo, sin embargo, es, sobre todo, la autonomía de la política monetaria en los diferentes países. Si hay realmente perfecta movilidad entre las monedas, sin controles de tipo de cambio, y ningún obstáculo para mover los fondos, entonces el arbitraje tendería hacia la igualdad de tipos de interés, y sólo un gran país sería capaz de tener una política monetaria propia” (p. 883).

Tobin proclama la necesidad de que todos los países pueden tener política monetaria; su propuesta de echar arena en la maquinaria busca entorpecer la movilidad de los recursos, pero no por propósitos recaudadores o redistribuidores. No me parece que Tobin se hubiera encontrado muy cómodo observando la magnitud actual de las transacciones financieras, con extraordinaria movilidad internacional de los recursos y la inestabilidad y volatilidad que genera.

El último punto que desearía tocar son las propuestas de reforma inducidas por la crisis. Naturalmente, no puedo abordar las numerosas iniciativas que intentan, sobre todo, taponar las brechas que han provocado el desastre (quien esté interesado puede acudir a Acharya et al., 2010).

Desde las posiciones teóricas más conservadoras tiende a considerarse la crisis financiera como un accidente, una “tormenta perfecta”, pero que incorporando la experiencia de la misma a los modelos existentes puede reconducirse la situación y reanudar el crecimiento económico interrumpido. Desde posiciones críticas se destaca la naturaleza endógena de las crisis financieras y la necesidad de reformas que reduzcan la dimensión de las finanzas y limiten sus funciones a las esenciales. La extensión, más allá, implica que el resto de la economía soporte el gasto adicional y que se desplacen recursos humanos de la producción de bienes y servicios, como simboliza ver a los físicos nucleares trabajando en las mesas de negociación de los bancos (Grantham, 2000b).

Termino con una cita de Stiglitz (2009), uno de los críticos más importantes de los excesos de las finanzas:

“Un buen sistema financiero es pequeño; esto es, la gente no come finanzas, es un medio para un fin, no un fin en si mismo. Pero nuestro sistema financiero ha llegado a ser un fin en si mismo. No gestiona el riesgo, más bien lo crea; no asigna los recursos adecuadamente –usted puede ver el resultado– y lo hacemos empleando recursos enormes” (p. 72).

Por cierto, la moraleja de la fábula de Iriarte que encabeza este trabajo es: “No hay que perder el tiempo y la energía en frivolidades, más vale aprovecharlo en cosas importantes”.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, V.V.; T.F. COOLEY; M. RICHARDSON, y I. WALTER (eds.) (2010): *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*. John Wiley & Sons. USA.
- ARCAND, J-L; E. BERKES, y U. PANNIZA (2012): "Too Much Finance?". *IMF working paper*, 12/161, Junio.
- BARBERS, R.J. (2009): *The Cost of Capitalism. Understanding Market Mayhem and Stabilizing Our Economic Future*. McGraw Hill. USA.
- BLINDER, A.S. (2000): "How the Economy Came to Resemble the Model". *Business Economics*. Enero, pp. 16-25.
- BOONE, P. y S. JOHNSON (2010a): "The Doom Cycle". *Roosevelt Institute: Make Market, be Markets. Project on Global Finance*. USA.
- BOONE, P. y S. JOHNSON (2010b): "Will the politics of global moral hazard sink us again?", en A. Turner et al.: *The Future of Finance: The LSE Report*. London School of Economics and Political Science. 2010.
- BRUNI, F. (2009): "Do we understand it? Forbidden questions on the Financial Crisis". *Paolo Baffi Centre Research*. Paper series nº 2009-36. Enero.
- CARBÓ VALVERDE, S. y F. RODRIGUEZ FERNANDEZ (2012): "El reto de la deuda privada y del desapalancamiento en España". *Cuadernos de Información Económica*, nº 227. Marzo-Abril, pp. 121-126.
- CECCHETTI, S.G.; M.S. MOHANTY, y F. ZAMPOLLI (2011): *BIS. working paper*, nº 352. Septiembre.
- DERMAN, E. (2004): *My Life as a Quant. Reflections on Physics and Finance*. John Wiley & Sons. USA.
- DESAI, M. (2012): "The Incentive Bubble". *Harvard Business Review*. Marzo, pp. 124-133.
- ECONOMIST (THE)* (2009): "The causes of the over expansion of the finance industry". 12 de Septiembre, p. 79.
- ECONOMIST (THE)* (2012): "Save the City". 7 de Enero, p. 8.

- EPSTEIN, G.A. (2005): "Introduction: Financialization and the World Economy", en G.A. Epstein (ed.): *Financialization and the World Economy*. Edward Elgar. Great Britain.
- ERTURK, I.; J. FROUD; S. JOHAL; A. LEAVEV, y K. WILLIAN (Eds.) (2008): *Financialization at work*. Routledge. USA.
- FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT (FCIR) (2011): "Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States". *Official Government Edition*. Enero.
- FINANCIAL SERVICE AUTHORITY (FSA) (2009): *The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*. Marzo.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2005): "How do Financial Systems Affect Economic Cycles?" *World Economic Outlook*. Septiembre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2006): "How do Financial Systems Affect Economic Cycles?" *World Economic Outlook*. Septiembre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2012): "Dealing with Household Debt?" *World Economic Outlook*. Abril.
- FRASER, S. (2005): *Every Man A Speculator. A History of Wall Street in American Life*. Harper Perennial. USA. 2006. Inicialmente publicado en 2005 por Harper Collins Publishers.
- GEANAKOPOLOS, J. (2010): "The Leverage Cycle", en D. Acemoglu, K. Rogoff y M. Woodford (eds.): *NBER. Macroeconomics Annual*. 2009.
- GRANTHAM, J. (2009a): "Just Deserts and Markets Being Silly Again". *Quarterly Letter*. GMO. Octubre.
- GRANTHAM, J. (2009b): "Lesson not Learned: On redesigning Our Current Financial System. Special Topic". Octubre.
- GRANTHAM, J. (2010): "What a Decade". *GMO Quarterly Letter*. Enero.
- GRANTHAM, J. (2011): "GMO Special Topic". Enero.
- GREENSPAN, A. (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.
- GREENSPAN, A. (2010): "The Crisis". *Written for the Brookings Institutions*. Second Draft: 9 de Marzo.
- GREENWOOD, R. y D.S. SCHARFSTEIN (2012): "How to make Finance work". *Harvard Business Review*. Marzo, pp. 104-110.

- HALDANE, A.; S. BRENNAN, y V. MADOUROS (2010): "What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?", en A. Turner et al.: *The Future of Finance: The L.S.E. Report*. London School of Economics and Political Science.
- HALDANE, A.G. (2009): "Banking on the State". *BIS Review*, nº 139.
- HANSON, S.G.; A.K. KASHYAP, y J.C. STEIN (2011): "A Macroprudential Approach to Financial Regulation". *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 25, nº 1, invierno pp. 3-28.
- HIRSCHMAN, A.O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty. Response to Decline in Firms, Organizations, and States*. Harvard University Press. USA.
- JOHNSON, S. (2009): "The Quite Coup". *The Atlantic.com. Magazine*. Mayo.
- JOHNSON, S. (2011): "Geithner's Gamble". *The Hopeful Science*. 22 de Febrero.
- KAY, J. (2012): "The Kay Review of UK Equity Markets and Long Term Decision Making". Interim Report. February.
- KEYNES, J.M. (1923): "A Tract on Monetary Reform". The Collected Writings. Royal Economic Society. Vol. IV.
- KEYNES, J.M. (1932): "A British View of Mr. Hoover's Note. *The Daily Mail*, 12 de Diciembre 1932. The Collected Writings, Royal Economic Society, vol. XVIII, pp. 382-386.
- KEYNES, J.M. (1937): "The General Theory of Employment". *The Quarterly Journal of Economics*. February. The Collected Writings, Royal Economic Society, vol. XIV, pp. 109-123.
- KOSE, M.A.; E.S. PRASAD, y M.E. TERRONES (2008): "Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?". *IMF working paper*, 08/242. Octubre.
- KUMHOF, M. y R. RANCIERE (2011): "Inequality, leverage and crises". *VOX*, 4 de Febrero.
- LANGLEY, P. (2008): "The Final Salary Pensions 'Crisis'", en I. Erturk et al. *Financialization at work*. Routledge. USA.
- LEWIS, M. (2010): *The Big Short. Inside the Doomsday Machine*. W.W: Norton & Company. USA.
- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2008): *Capital Markets. Fourth Annual Report*. Enero.
- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010): *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*. Enero.

- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2012): *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*. Enero.
- MERTON, R.C. (1990): "The Financial System and Economic Performance". *Journal of Financial Services Research*. Pp. 263-300.
- PHILIPPON, T. (2011a): "Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient?". *Mimeo*. NYU. Noviembre.
- PHILIPPON, T. (2011b): "Has the finance industry become less efficient? Or Where is Wal-Mart when we need it?". *VOX*, 2-12-2011.
- PHILIPPON, T. y A. RESHEP (2009): "Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006". *NBER working paper* n° 14.644. Enero.
- PRASAD, E.S.; R.G. RAJAN, y A. SUBRAMANIAN (2007): "Foreign Capital and Economic Growth". *NBER working paper* 13.619. Noviembre.
- RAJAN, R.G. (2010): *Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press. U.K.
- REINHART, C.M. y M. BELEN SBRANCIA (2011): "The Liquidation of Government Debt" *Peterson Institute for International Economics, working paper* n° 11-10. Abril.
- REINHART, C.M.; V.C. REINHART, y K.S. ROGOFF (2012): "Debt Overhangs: Past and Present". *NBER working paper*, n° 18105. Abril.
- REINHART, E.M. (2009): "The Second Great Contraction". *MPRA (Munich Personal RePec Archive)*. Noviembre.
- REISEN H. (2002): "Tobin tax: could it work?". *OECD Development Center*, 231/232. Mayo.
- RODRIK, D. y A. SUBRAMANIAN (2009): "Why Did Financial Globalization Disappoint?". *IMF Staff Papers*. Vol. 56, n° 1, 2009, pp. 112-138.
- SHILLER, R.J. (1999): "The ET Interview: Professor James Tobin". *Cowles Foundation Paper* n° 100. *Econometric Theory*, 15, pp. 867-900.
- SHIN, H.S. (2010): "Financial intermediation and the post-crisis financial system". *BIS, working paper* n° 304. Marzo.
- SKIDELSKY, R. (2012): "Down with Debt Weight". *Project Syndicate*. 18 de Abril.

- STIGLITZ, J.E. (2003): *Los Felices 90. La semilla de la destrucción*. Santillana de Ediciones. España.
- STIGLITZ, J.E. (2009): Intervencion, en *H.P. Minsky: Conference on the State of the U.S. and the World Economics*. New York. Abril.
- TALEB, N.N. (2007): *The Black Swan. The Impact of the Hightly Improbable*. Penguin Books 2008 UK. Inicialmente publicado en USA 2007.
- TALEB, N.N. y M. BLYTH (2011): "The Black Swan of Cairo. How Suppressing Volatility Makes the world Less Precitable and More Dangerous". *Foreign Affairs*. Mayo/Junio, pp. 33-39.
- TOBIN, J. (1984): "On the Efficiency of the Financial System". *Lloyds Bank Review*, nº 153, Julio, pp.1-15. Incluida en Jackson, P.M. (ed.): *J. Tobin. Policies for Prosperity. Essays in a Keynesian Mode*. Wheatsheaf Books, Great Britain, 1987.
- TURNER, A. (2009): "Responding to the financial crisis: challenging past assumptions". *Financial Service Authority*. Speech in British Embassy. Paris. 30 de Noviembre.
- TURNER, A. (2010): "What do banks do? Why do credit booms and bust occur and what can public policy about it", en A. Turner et al.: *The Future of Finance: The LSE Report*. London School of Economics and Political Science.
- TURNER, A. (2011a): "Reforming finance: are we being radical enough?". *Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy*. 18 de Febrero.
- TURNER, A. (2011b): "How should the crisis affect our views about financial intermediation". *IMF Conference*. Marzo.
- TURNER, A. et al. (2010): *The Future of Finance: The LSE Report*. London School of Economics and Political Science.
- UBS (2008a): "Financial instability and the economy: one year into a Minsky Moment". *UBS Investment Research*. 3 de Septiembre.
- UBS (2008b): "The Great Deleveraging must still be contained". *UBS Investment Research*. 25 Noviembre.
- UNDERHILL, G.R.D. (2009): "Financial Market Liberalization, Institutions, and Transaction Costs: Endogeneity of Financial Governance, Policy Rent-Seeking, and the Causes of the Crisis". *Amsterdam School for Social Science Research*. Draft 1 Septiembre.
- VAN HORNE, J.C. (1985): "Of Financial Innovations and Excesses". *The Journal of Finance*. Vol. XL, nº 3. Julio, pp. 620-635.

- VEBLEN, T. (1904): *The Theory of Business Enterprise*. Versión española de Editorial Universitaria de Buenos Aires, 1965.
- VOLCKER, P. (2009): "Paul Volcker's Toronto Speeches" *Tocqueville Asset Management L.P.* 11 de Febrero. Obtenido por Internet. La paginación es mía.
- WHITE, W.R. (2010): "Anatomy of Crisis The Living History of the last Thirty Years: Economic Theory, Politics and Policy". *Institute for new Economic Thinking (INET)* King's College, Cambridge, U.K. 9 de Abril.
- WOLF, M. (2007): "Unfettered finance is Fast reshaping the global economy". *Financial Times*. Junio 18.

## 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 AGECO (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).