



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

Keynes y la crisis financiera actual: reflexiones a la luz de su obra

Antonio Torrero Mañas

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO
08/2012

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

ISSN: 2172-7856

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

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

WP-06/12 SISTEMA FINANCIERO Y PRODUCTIVIDAD ECONÓMICA

Antonio Torrero Mañas

WP-07/12 PROFUNDIZANDO EN LA SEGREGACIÓN LABORAL. SECTORES, OCUPACIONES Y TIC EN ESPAÑA

Carlos Iglesias-Fernández, Raquel Llorente-Heras y Diego Dueñas-Fernández



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. WEB: www.iaes.es

KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL: REFLEXIONES A LA LUZ DE SU OBRA¹

RESUMEN

La obra de Keynes me parece inspiradora para analizar la crisis financiera internacional por los cuatro motivos siguientes: Era un experto en finanzas. Seguidor atento de la evolución de los mercados; la incertidumbre y las expectativas son un componente esencial de su pensamiento; fue observador en primera línea de la Gran Depresión; y, 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.

Por ello, 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 claves: 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: He was a financial expert; attentive follower of the evolution of the markets; uncertainty and expectations were an essential component of his thinking; he was a first row observer of the Great Depression and 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.

Consequently, I would highlight his extraordinary reluctance 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

AUTOR:

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

¹ Nota del editor: Este trabajo forma parte de otro documento más extenso publicado en la colección Ensayos del IAES, titulado: "Keynes y la crisis financiera actual" y que constituyó la base de las conferencias pronunciadas por el autor los días 16 y 18 de Octubre del 2012 en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá.

ÍNDICE

1. Introducción.....	6
2. La globalización de las finanzas	7
3. Situación actual de las finanzas	10
4. La visión de Keynes ante las grandes cuestiones de la crisis financiera	18
5. Reflexiones y una nota final no optimista	21
6. Bibliografía.....	23

1. INTRODUCCIÓN

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.

2. LA GLOBALIZACIÓN DE LAS FINANZAS

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 (Ibidem, 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” (Ibidem, 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” (Ibidem, 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).

3. 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 estabilizadores 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 (Ibidem, 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 (Ibidem, p. 13).

El problema planteado es cómo 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 finanzas² 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 su responsabilidad³ 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".

² Las dos últimas están consideradas de manera específica en mi libro (Torrero, 2006).

³ En Torrero (2011, pp. 100-102) expuse con algún detalle la comparecencia de Greenspan ante el Congreso el 23 de Octubre del 2008.

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” (Ibidem, 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).

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” (Ibidem, 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 sobrecoste 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:

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, predicán 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).

4. LA VISIÓN DE KEYNES ANTE LAS GRANDES CUESTIONES DE LA CRISIS FINANCIERA

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, prestando una especial atención a los siguientes puntos:

- **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.

- **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.

- **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.

- **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, 2010, 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.

5. REFLEXIONES Y UNA NOTA FINAL NO OPTIMISTA

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.

6. BIBLIOGRAFÍA

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

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.

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.

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.

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.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (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.

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.

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.

(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).

(1937): "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics*, Febrero (XIV, pp. 109-123).

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.

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.

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

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.

RODRIK, D. y A. SUBRAMANIAN (2009): "Why Did Financial Globalization Disappoint?". *IMF Staff Papers*, vol. 56, nº 1, pp. 112-138.

RODRIK, D. (2011): *La paradoja de la globalización: Democracia y el futuro de la economía mundial*. Antoni Bosch editor, S. A. España.

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

STIGLITZ, J.E. (2010): "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.

TORRERO, A. (2006): *Crisis Financieras. Enseñanza de cinco episodios*. Marcial Pons, 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.

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.

VOLCKER, P. (2009): "Paul Volcker's Toronto Speeches". *Tocqueville Asset Management L.P.* 11 de Febrero.

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

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).