



**INSTITUTO UNIVERSITARIO**  
de Análisis Económico y Social



**Universidad**  
de Alcalá

[www.iaes.es](http://www.iaes.es)

---

## **Vigencia de las ideas de Keynes en relación con la crisis financiera**

*Antonio Torrero Mañas*

**SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO**  
**02/2017**

---

## VIGENCIA DE LAS IDEAS DE KEYNES EN RELACIÓN CON LA CRISIS FINANCIERA \*

### RESUMEN

Este año se cumple una década desde el inicio de la crisis financiera actual. Seguimos tratando de comprender las causas de la perturbación y sus consecuencias. En ese proceso han vuelto a considerarse útiles las aportaciones de Keynes, en especial sus observaciones no incluidas en la síntesis neoclásica.

En este trabajo el Profesor Torrero revisa la vigencia de esas ideas en relación con la crisis financiera. Concede especial importancia a que en las décadas anteriores a la crisis tuvo lugar un progresivo deslizamiento tratando como riesgo medible situaciones de incertidumbre. Las ideas de Keynes al respecto pueden inspirar la reflexión propia para ayudar a comprender una crisis extraordinariamente importante.

**Palabras clave:** John M. Keynes, crisis financiera, riesgo, incertidumbre, instituciones financieras y regulación

### ABSTRACT

This year marks a decade since the beginning of the current financial crisis. We continue trying to understand the causes of the disturbance and its consequences. In this process the contributions of Keynes, especially his observations not included in the neoclassical synthesis, have once again been considered useful.

In this paper, Professor Torrero reviews the validity of these ideas in relation to the financial crisis. It is particularly important that in the decades preceding the crisis a progressive slide took place, dealing as a measurable risk situations of uncertainty. The ideas of Keynes in this respect can inspire the reflection itself to help understand an extremely important crisis.

**Keywords:** John M. Keynes, financial crisis, risk, uncertainty, financial institutions and regulation

### 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:

---

\* Esta publicación proviene de una charla dictada por el autor en la Facultad de Ciencias Económicas, Empresariales y Turismo de la Universidad de Alcalá el 4 de abril de 2017

- 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, Témpera, 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 y sus efectos sobre la economía española (2011, Marcial Pons, Madrid)
- Keynes y la crisis financiera actual (2013, Marcial Pons, Madrid).
- España en el laberinto del euro (2013, Marcial Pons, Madrid)
- El protagonismo financiero de las familias (2015, Marcial Pons, Madrid).

## ÍNDICE

Índice .....	4
1. Introducción.....	5
2. Apunte biográfico de Keynes .....	5
3. Un economista peculiar.....	8
4. La importancia de la incertidumbre .....	10
5. La crisis financiera actual .....	11
6. Vigencia de las ideas de Keynes en relación con la crisis financiera .	13
7. Nota final.....	15

## 1. INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

Agradezco a la decana, Profesora Peinado, la invitación para estar aquí con Ustedes y hablarles de la vigencia de las ideas de Keynes en relación con la crisis financiera que se inició en el 2007. En el 2017, una década después, se espera que el PIB de España alcance el de 2007.

He realizado algunos trabajos sobre Keynes. En 1998 publiqué un libro voluminoso en el que empleé muchos años: *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*. En el 2013, un libro mucho más recogido: *Keynes y la crisis financiera actual*. También algunos artículos y conferencias que pueden encontrar en los Documentos de Trabajo del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social de nuestra Facultad. Esos trabajos incluyen numerosas referencias bibliográficas sobre Keynes y su obra, lo cual me descarga de esa obligación ahora, y me permite emplear un tono coloquial que haga más distendida la exposición.

La dividiré en seis apartados y no tiene más remedio que ser telegráfica.

## 2. APUNTE BIOGRÁFICO DE KEYNES

Nace en Cambridge en 1883 y muere en 1946. Vive, pues, 63 años. En 1936 publicó su Teoría General. Su padre fue profesor de Economía, aunque se decantó por la carrera administrativa en la Universidad de Cambridge. Su madre, una mujer muy notable, fue la primera alcaldesa de esa ciudad. Su hogar, impregnado de cultura y ambiente universitario era frecuentado por figuras como Marshall o Foxwell.

Keynes recibió una educación esmerada, vigilada con meticulosidad por sus padres, en Eton y Cambridge, en la era victoriana. Desde su juventud se rebeló contra el estrecho corsé moral de la época y formó parte del grupo de Bloomsbury que era la vanguardia intelectual, junto a figuras tan relevantes como Virginia Woolf y Lytton Strachey.

La revisión y crítica de los principios morales de su época era acompañada de un profundo sentido de responsabilidad social, derivada de su pertenencia a una clase económica e intelectual privilegiada. Esas eran las "presuposiciones de Harvey Road" (calle del domicilio familiar) según las cuales la clase alta debía devolver a la sociedad parte de los beneficios obtenidos por pertenecer a la élite social. Fue durante toda su vida un gran patriota inglés.

---

<sup>1</sup> Agradezco las sugerencias de D. Adolfo Sánchez Real.

Comenzó su vida profesional como funcionario público por oposición en Londres. Duró seis meses en el cargo. No encontró satisfacción suficiente y añoraba Cambridge. El retorno a su ciudad fue patrocinado y financiado por Marshall; como profesor de la Universidad se especializó, desde el principio, en temas monetarios y financieros.

La especialización no respondía solamente a obligaciones docentes. Desde su juventud se sintió atraído por esos temas con el objetivo claro de ganar dinero y conseguir la independencia económica. En el período de entreguerras –los años claves de su actividad profesional– dividiría su tiempo entre la docencia en Cambridge y su actividad en la City de Londres. Esta dualidad se completaba con el trabajo periodístico para conseguir otra vía de ingresos, divulgar sus ideas e influir en los acontecimientos de su época.

En los años de formación la economía no fue, sin embargo, su principal objeto de estudio, sino la cuestión de la probabilidad.

Su libro *A Treatise on Probability* lo terminó en 1911 aunque se publicó en 1921. Con la aceptación del puesto de profesor en Cambridge en 1908, se dedicó intensamente al estudio de la economía tomando como base los Principios de su maestro Marshall. En su formación tuvo gran importancia su labor como editor del "Economic Journal", principal revista económica de la época.

Las investigaciones recientes sobre la obra de Keynes han incidido en la importancia del *Treatise on Probability*. Por su conexión con el resto de esta exposición haré una breve referencia al objetivo central del libro. Lo que Keynes plantea son los mecanismos de decisión racional cuando no se dispone de distribución de probabilidad; a veces solo tenemos información fragmentaria e incompleta; en ocasiones esa información es muy leve, pero, sin embargo, tenemos que decidir aprovechando lo disponible, por escaso que sea.

El estudio de la probabilidad pretende ilustrar cómo se decide, en el mundo real, en esas circunstancias de incertidumbre. En su *Teoría General* apunta a los "animal spirits", esto es, a los impulsos para actuar aun cuando no exista una base firme de conocimiento en la que apoyar nuestro comportamiento.

Keynes escribió mucho, y mucho se ha escrito sobre él. Su obra está recogida en treinta volúmenes cuidadosamente editados. Algunas opiniones las mantuvo Keynes a lo largo de su vida; otras las modificó de manera radical por la evolución de sus ideas influida por las circunstancias de su época. Por eso, cuando se cita a Keynes me parece imprescindible situar en el tiempo su juicio u opinión. Apuntaré, por último, que fue una persona culta y un gran bibliófilo.

Nace en Cambridge en 1883 y muere en 1946. Vive, pues, 63 años. En 1936 publicó su *Teoría General*. Su padre fue profesor de Economía, aunque se decantó por la carrera administrativa en la Universidad de Cambridge. Su madre, una mujer muy notable, fue la primera alcaldesa de esa ciudad. Su hogar, impregnado de cultura y ambiente universitario era frecuentado por figuras como Marshall o Foxwell.

Keynes recibió una educación esmerada, vigilada con meticulosidad por sus padres, en Eton y Cambridge, en la era victoriana. Desde su juventud se rebeló contra el estrecho corsé moral de la época y formó parte del grupo de Bloomsbury que era la vanguardia intelectual, junto a figuras tan relevantes como Virginia Woolf y Lytton Strachey.

La revisión y crítica de los principios morales de su época era acompañada de un profundo sentido de responsabilidad social, derivada de su pertenencia a una clase económica e intelectual privilegiada. Esas eran las "presuposiciones de Harvey Road" (calle del domicilio familiar) según las cuales la clase alta debía devolver a la sociedad parte de los beneficios obtenidos por pertenecer a la élite social. Fue durante toda su vida un gran patriota inglés.

Comenzó su vida profesional como funcionario público por oposición en Londres. Duró seis meses en el cargo. No encontró satisfacción suficiente y añoraba Cambridge. El retorno a su ciudad fue patrocinado y financiado por Marshall; como profesor de la Universidad se especializó, desde el principio, en temas monetarios y financieros.

La especialización no respondía solamente a obligaciones docentes. Desde su juventud se sintió atraído por esos temas con el objetivo claro de ganar dinero y conseguir la independencia económica. En el período de entreguerras –los años claves de su actividad profesional– dividiría su tiempo entre la docencia en Cambridge y su actividad en la City de Londres. Esta dualidad se completaba con el trabajo periodístico para conseguir otra vía de ingresos, divulgar sus ideas e influir en los acontecimientos de su época.

En los años de formación la economía no fue, sin embargo, su principal objeto de estudio, sino la cuestión de la probabilidad.

Su libro *A Treatise on Probability* lo terminó en 1911 aunque se publicó en 1921. Con la aceptación del puesto de profesor en Cambridge en 1908, se dedicó intensamente al estudio de la economía tomando como base los Principios de su maestro Marshall. En su formación tuvo gran importancia su labor como editor del "Economic Journal", principal revista económica de la época.

Las investigaciones recientes sobre la obra de Keynes han incidido en la importancia del *Treatise on Probability*. Por su conexión con el resto de esta exposición haré una breve referencia al objetivo central del libro. Lo que Keynes plantea son los mecanismos de decisión racional cuando no se dispone de distribución de probabilidad; a veces solo tenemos información fragmentaria e incompleta; en ocasiones esa información es muy leve, pero, sin embargo, tenemos que decidir aprovechando lo disponible, por escaso que sea.

El estudio de la probabilidad pretende ilustrar cómo se decide, en el mundo real, en esas circunstancias de incertidumbre. En su Teoría General apunta a los "animal spirits", esto es, a los impulsos para

actuar aun cuando no exista una base firme de conocimiento en la que apoyar nuestro comportamiento.

Keynes escribió mucho, y mucho se ha escrito sobre él. Su obra está recogida en treinta volúmenes cuidadosamente editados. Algunas opiniones las mantuvo Keynes a lo largo de su vida; otras las modificó de manera radical por la evolución de sus ideas influida por las circunstancias de su época. Por eso, cuando se cita a Keynes me parece imprescindible situar en el tiempo su juicio u opinión. Apuntaré, por último, que fue una persona culta y un gran bibliófilo.

### 3. UN ECONOMISTA PECULIAR

**K**eynes ha sido el único gran economista que se dedicó de forma intensa y profesional al análisis financiero y a la inversión y especulación en todos los mercados (bolsa de valores, monetarios y de materias primas).

Por supuesto, muchos grandes economistas han estudiado los mercados financieros y han sido inversores activos. Samuelson se refiere a esta actividad como propia de los fines de semana. David Ricardo hizo su fortuna (y en parte la de su amigo el tímido clérigo Malthus) en la Bolsa, pero los mercados financieros en su época se dedicaban casi en exclusiva a la deuda pública.

Lo de Keynes es distinto. En el período de entreguerras, cuando desarrolla una intensa actividad, dedica parte fundamental de su tiempo al estudio de los mercados, a la especulación con su propio patrimonio, con el de sus amigos de Bloomsbury, con el de su propia Universidad, y con fondos de inversión y compañías de seguros.

De manera que su relación con los mercados financieros no era ocasional; no era como transmite Harrod en su edulcorada biografía, publicada en 1951, una actividad a la que dedicaba unos minutos antes de levantarse para dedicarse a sus inquietudes de servicio público. Era una actividad central sobre la que reflexionó mucho, en la que tuvo fracasos sonados, también éxitos, y fue pionero en aspectos que después se consideraron normales. Por ejemplo, como Presidente de una compañía de seguros diversificó la cartera de la entidad para incluir la inversión en acciones, lo cual era completamente novedoso.

En una época en la que el material estadístico era escaso, Keynes dedicó mucho tiempo a elaborar estadísticas, en especial del mercado de materias primas. El capítulo 12 de la Teoría General: "El estado de las expectativas a largo plazo" es un ensayo moderno e inspirado sobre el funcionamiento de los mercados de valores y de sus efectos sobre la economía. Mantiene total vigencia.



Con su actividad como inversor, asesor, y gestor de patrimonios institucionales consiguió una fortuna respetable que le proporcionó independencia económica, así como libertad de actuación y expresión. Tuvo también fracasos importantes que matizaron la prepotencia inicial en su capacidad, pero en conjunto acrecentaron su prestigio como experto financiero, y como profesor de Universidad familiarizado con el mundo real de los negocios.

Permítaseme que ponga énfasis en ese doble papel de profesor y de experto financiero que actuaba con suficiencia en los mercados.

Sus compañeros de docencia, concentrados en el estudio de sus materias, miraban con asombro las habilidades de Keynes, que se movía con soltura en mercados que ellos contemplaban en la lejanía. Era bien conocida la admiración de Marshall por su discípulo. Tenían, además, la prueba irrefutable de su maestría al comprobar los resultados en el aumento del patrimonio de la Universidad, que Keynes gestionaba.

En el mundo de la City de Londres, muy poco sofisticado entonces en cuanto a análisis financiero, se veía con admiración, y también con reticencia la actuación de Keynes que, además del conocimiento del mercado, tenía el prestigio de profesor de una Universidad importante y era escritor de talento.

La experiencia con los mercados tuvo una influencia considerable en la evolución de las ideas económicas de Keynes. Haré referencia a dos aspectos de esa evolución, en aparente contradicción.

El primero, que las ideas económicas de Keynes evolucionaron desde el respeto a la doctrina clásica hasta el rechazo frontal que declara de forma explícita en la Teoría General. Este libro está inspirado en la Gran Depresión y dirigido a convencer a sus colegas economistas. Pasa también desde la reverencia al patrón oro –el más sacrosanto de los principios– a considerarlo como “una reliquia bárbara”. Evoluciona, asimismo, desde la defensa del libre comercio internacional a proponer limitaciones y medidas autárquicas en la década de los años treinta.

Nótese que su pensamiento en algunos temas significativos evoluciona en contra de lo que parecería más normal: de la heterodoxia juvenil a la ortodoxia de la madurez; pues bien, los cambios de Keynes van en sentido contrario.

El segundo, la evolución contraria a la que podría considerarse normal, que se advierte en sus convicciones como experto financiero. En este tema lo vemos evolucionar desde la rebeldía, el rechazo de las prácticas conservadoras, la extraordinaria confianza en su capacidad, la política de operaciones frecuentes y la valoración positiva de la liquidez, hacía las posiciones conservadoras en su madurez: selección de las inversiones basándose en el conocimiento de los datos fundamentales y en una perspectiva de largo plazo, y reticencia hacía los efectos de la liquidez excesiva.

En mi opinión, la experiencia como inversor le llevó a tener conciencia del comportamiento irracional que pueden tener los mercados, y de la importancia del tiempo, la variable clave de la economía según las enseñanzas de Marshall. De las propias vivencias como inversor se deriva la afirmación de Keynes: los mercados pueden mantenerse irracionales más tiempo que la solvencia del inversor.

#### 4. LA IMPORTANCIA DE LA INCERTIDUMBRE

Keynes tuvo la valentía intelectual de apartarse de la corriente imperante en la doctrina económica (de la que él había formado parte), en busca de un modelo que ayudara a comprender la realidad de su tiempo, y a combatir los efectos de la Gran Depresión.

La crítica esencial de Keynes a la construcción clásica es que razona como si el futuro fuera conocido. Keynes pone el acento en que nuestro conocimiento del futuro, nuestra capacidad de predicción es muy reducida. En la *Teoría General* deja expresa constancia de nuestras limitaciones al respecto. En tres artículos que publica el año siguiente (1937), que complementan y aclaran el contenido del libro, insiste en lo mismo: actuamos con un conocimiento muy exiguo de las consecuencias de nuestros actos. A partir de esa idea desearía destacar cuatro aspectos que me parecen importantes.

El primero, que el tiempo –de nuevo el tiempo– juega un papel esencial. La predicción es más factible y segura en el futuro inmediato y nuestra capacidad se reduce cuanto más alejado sea el horizonte temporal. En el muy corto plazo, la probabilidad de que se produzcan fuertes alteraciones en las variables es reducida pero va incrementándose con el tiempo considerado. En la *Teoría General* especifica que nuestra capacidad de acertar en la estimación de beneficios futuros de una inversión en los próximos diez años es muy reducida, e incluso nula.

El segundo, que, ante esas dificultades de acertar en la predicción, las convenciones juegan un papel fundamental. Las creencias, las costumbres y el clima de opinión (el estado de confianza lo denomina en la *Teoría General*) tienen una importancia extraordinaria cuando tenemos dudas respecto a la calidad de nuestros pronósticos. La convención supone que “la situación existente en los negocios continuará por tiempo indefinido, excepto cuando tengamos razones concretas para esperar una modificación”.

En tercer lugar, las instituciones pueden jugar un papel muy importante para moderar los efectos negativos del exceso de incertidumbre que inhibe las decisiones de inversión de las empresas. Los mercados de valores dominados por inversores no cualificados dependen del clima de opinión que es muy voluble. Keynes advierte que tampoco los inversores profesionales moderan los excesos puesto que no se dedican

a “derrotar a las fuerzas del tiempo y de nuestra ignorancia respecto al futuro”.

El gestor profesional de patrimonios es un protagonista destacado en el mundo financiero actual. Keynes fue el primero, que yo conozca, en describir con sutileza las motivaciones del gestor y la importancia económica de sus decisiones; en la Teoría General señala al respecto: “La sabiduría mundana nos enseña que es mejor para la reputación equivocarse en compañía que tener éxito en solitario”.

Por último, la incertidumbre afecta, sobre todo, a la variable más volátil: la inversión; por eso Keynes es proclive, en determinadas situaciones, a la inversión pública para moderar las fuertes fluctuaciones que pueden producirse en una organización social tan expuesta a alteraciones súbitas en las expectativas y en los mercados.

## 5. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

Los estudios sobre las causas de la crisis financiera, la responsabilidad pública y privada, y las consecuencias de las medidas adoptadas para contenerla, son extraordinariamente numerosos. Los análisis seguirán prodigándose en el futuro. Incluso la “Gran Depresión” iniciada en 1929 está revisándose a la luz de lo que acontece con la crisis actual.

Existe bastante acuerdo entre los estudiosos en considerar que la “Gran Depresión”, la crisis japonesa iniciada en 1989 (y aún no completamente superada), y la crisis actual, constituyen el trío de las perturbaciones más importantes de los últimos cien años, con aspecto comunes, pero también con características institucionales diferenciadas.

Intentaré una síntesis de los aspectos en los que parece haber más acuerdo respecto a la crisis financiera actual.

Los bajos tipos de interés en los años que preceden a la crisis, la abundante liquidez, y la búsqueda de activos rentables, promovieron la creación de activos financieros complejos, que tomaron como referencia el sector inmobiliario. Había un consenso general en considerarlo un mercado seguro y diversificado. Desde la Gran Depresión no se había producido un desplome generalizado de los precios de la vivienda en los Estados Unidos, y esa dilatada experiencia llevó a considerar la solidez de los precios como normal y estable.

La creación de activos financieros con soporte inmobiliario (titulización) no solo satisfacía la demanda de rentabilidad, sino que era una operación extraordinariamente beneficiosa para los distintos participantes en la cadena: generación de hipotecas, almacenamiento de las mismas, diseño y venta de los activos. Participaban instituciones

variadas e interconectadas, aunque en el centro del sistema aparecían los grandes bancos de inversión americanos.

Mediante el proceso de titulización se rompió la relación entre quien concedía el préstamo y quien soportaba finalmente el riesgo de impago.

El esquema, tan conveniente para oferentes y demandantes de activos, impulsó la concesión de hipotecas debilitándose la calidad de los préstamos. Las investigaciones sobre la crisis muestran ejemplos que hoy nos parecen increíbles, de concesión de préstamos de bajísima calidad (subprime) a prestatarios cuya única posibilidad de hacer frente a las obligaciones financieras que asumían residía en una revalorización continua y sin límites del precio de la vivienda. Al tiempo, se impulsaba el sector de la construcción y la revalorización de las viviendas.

Mientras se mantuvo el alza de los precios inmobiliarios perduró el auge, e incluso la vivienda se constituyó en un activo financiero que proporcionaba liquidez impulsando el consumo de las familias a la par que su endeudamiento. Cuando los precios de la vivienda se debilitaron, la caída fue general, aumentaron los impagos y se desmoronó todo el complejo entramado de instituciones financieras interconectadas. Los mercados monetarios y financieros se desplomaron y desapareció la liquidez de forma súbita debido a la desconfianza sobre la situación real de las instituciones bancarias y otras entidades financieras.

Ante la amenaza de otra Gran Depresión los bancos centrales de todo el mundo (liderados por la Reserva Federal) inundaron los mercados de liquidez comprando activos forzando a la baja de los tipos de interés. Los programas de compra de activos de renta fija provocaron el alza en los mercados de acciones favoreciendo a sus propietarios, esto es, a los situados en la cúspide de la pirámide de la renta y la riqueza. Aunque se contuvo el desastre, la actuación de los bancos centrales no afectó a los niveles de renta media y baja, lo cual impulsó el descontento y el deterioro de la cohesión social.

Este apretado resumen lo completaré con dos ideas.

La primera, que nadie previó la crisis. Es cierto que algunos economistas denunciaron aspectos concretos como los excesos en la concesión de hipotecas y la dependencia de todo el entramado de los precios de la vivienda, pero nadie advirtió de la vulnerabilidad derivada de la interconexión de las instituciones que participaban en la cadena de generación y venta de activos, y de que una crisis podía provocar el colapso general del sistema. De forma progresiva se fue tomando conciencia de la precariedad del entramado.

La segunda, que nadie sabe cómo ni cuándo se producirá la vuelta a la "normalidad" que implica la reducción de los balances de los bancos centrales. La inundación de liquidez ha favorecido a los mercados de activos financieros y, hasta ahora, no ha provocado tensiones inflacionistas, aunque muchos tengan la esperanza, no abiertamente confesada porque afectaría a su respetabilidad, de que un aumento "moderado" de la inflación favorecería la vuelta a la normalidad. Se

recuerda que a lo largo de la historia la inflación y la represión financiera han aliviado los excesos del endeudamiento público.

## 6. VIGENCIA DE LAS IDEAS DE KEYNES EN RELACIÓN CON LA CRISIS FINANCIERA

Cabe preguntarse qué habría propuesto respecto a la crisis actual y a las medidas a adoptar alguien como Keynes tan predisposto a analizar cada situación sin esquemas teóricos rígidos, y teniendo muy en cuenta las circunstancias de cada escenario. Por ello, no debemos encasillarle en las soluciones que propuso en su día y debe rechazarse la visión simplista de calificar, de manera peyorativa, como "keynesiano" cualquier decisión de aumento del gasto público, con independencia de la realidad en la que se adopta.

La principal idea fuerza de la *Teoría General*, utilizada en la gestión de la economía en las tres décadas de la posguerra, fue la utilización de la demanda efectiva para la gestión del ciclo económico. Las ideas de Keynes se desacreditaron en la década de los setenta del pasado siglo cuando el incremento de la inflación neutralizó el impulso de la demanda efectiva.

Con la crisis financiera actual se han evocado otras ideas de Keynes que no se habían incorporado a la construcción de la síntesis neoclásica, pero que eran parte fundamental de su visión de la economía y de las finanzas. Los resumo en los cinco puntos siguientes:

1. No es posible cuantificar la probabilidad en situaciones de incertidumbre radical. En las cuatro últimas décadas se ignoró la existencia de situaciones de incertidumbre radical y se intentó, por todos los medios, tratarlas como riesgo susceptible de cuantificación. El uso y abuso de la medición en términos de probabilidad, cuando no existía distribución que la justificara, servía para enmascarar nuestra ignorancia y tranquilizarnos respecto a la existencia de acontecimientos no previsibles.

Como ya he apuntado, la distinción entre riesgo e incertidumbre está presente en la obra de Keynes, así como la advertencia de que existen situaciones de incertidumbre radical ante las cuales no puede articularse una respuesta fundamentada porque "simplemente, no sabemos".

2. "Financiarización" de la economía. También en esas cuatro décadas se avanzó en el proceso de "financiarización" de la economía. Con este término se alude a la presencia progresiva de los aspectos financieros en las decisiones de los agentes. De ahí el hiperdesarrollo de los activos, mercados e instituciones financieras hasta la crisis del 2007.

Esta presencia creciente de lo financiero contrasta con la omisión de factores financieros en los modelos macroeconómicos más sofisticados y utilizados. La cuestión que se plantea ahora es como pueden integrarse en esos modelos aspectos financieros trascendentales para comprender la realidad. Me refiero a temas como: el papel de las instituciones, su interconexión, y la conformación de las decisiones de los agentes en mercados cada vez más potentes.

Conviene advertir que no se trata de que los constructores de modelos olvidaran las variables financieras, es que no las tenían en cuenta, no sólo por la dificultad de integrarlas en los modelos, sino porque consideraban que el factor financiero era irrelevante.

Keynes, sin embargo, tenía muy cuenta los aspectos financieros que constituían una parte esencial de su visión de la economía.

3. Mercados eficientes y Expectativas Racionales. Sobre esas ideas se han construido tanto la teoría económica como las finanzas modernas. La teoría de los mercados eficientes considera que las cotizaciones recogen toda la información disponible y, en consecuencia, los precios constituyen una valoración racional y fiable. En cuanto a las expectativas racionales, se asume que los agentes económicos tienen capacidad para decidir teniendo en cuenta todos los elementos complejos que impone el cálculo de las expectativas.

Keynes finaliza su *Teoría General* advirtiéndonos del extraordinario poder de las ideas. En efecto, como he señalado, con los mimbres citados se han construido la teoría económica y las finanzas modernas. Hay pocas cosas sobre las que me atrevería a aventurar cual sería la opinión de Keynes al respecto, pero creo que consideraría estas ideas con distanciamiento, por decirlo de forma sobria.

4. Utilización de las matemáticas en las finanzas modernas. Los mayores protagonistas del mundo financiero moderno no han sido los economistas. Las grandes instituciones financieras, en particular los Bancos de Inversión, seleccionan y forman a sus expertos con buena formación cuantitativa. Ingenieros, físicos, matemáticos, astrónomos, informáticos y también economistas, son adiestrados para los puestos ejecutivos en los mercados, lo cual está perfectamente justificado por la trascendencia de las transacciones de corto plazo, que exige una medición rigurosa de las variaciones leves e inmediatas de los precios; para ello es indispensable una sofisticada preparación matemática. Este colectivo, son los denominados "quants". Les animo a seguir por esta vía de cualificación cuantitativa si desean hacer carrera en las finanzas.

Estos profesionales no tienen especial preocupación por aspectos institucionales, que pueden engendrar procesos aparentemente estables pero pueden ocultar desequilibrios potenciales debajo de una superficie en calma. Su ocupación y preocupación es el corto plazo y no creo que la gran mayoría haya leído a Adam Smith, por citar al considerado padre de nuestra ciencia.

Seguramente por eso, Samuelson ha dictaminado que los mercados son eficientes en términos microeconómicos, e ineficientes en términos macroeconómicos.

Lo anterior está alejado de la visión de Keynes respecto a las cualidades del economista. En su ensayo necrológico de 1924 en honor a Alfred Marshall, Keynes detalla la variedad de saberes precisos para que cuaje un buen economista. Aprovecho para animarles a leer este magnífico ensayo que se sitúa, a mi juicio, entre las mayores aportaciones de Keynes.

5. Internacionalización de las Finanzas. La crisis financiera se fraguó en los Estados Unidos, pero ha tenido alcance internacional puesto que la globalización tiene su máximo exponente en las finanzas.

A partir de la década de los setenta del pasado siglo, con la ruptura del sistema instaurado en Bretton Woods, los movimientos internacionales de capital y los mercados globales constituyen lo que se ha denominado, con acierto, un "no-sistema". No puedo detenerme en describir las consecuencias de este "no-sistema". Apuntaré solamente que la internacionalización de las finanzas favorece el efecto contagio y la difusión de las situaciones de crisis entre los países. Esto explica, por ejemplo, que los excesos del mercado hipotecario de los Estados Unidos hayan afectado a los sistemas financieros y bancarios de Europa. Keynes fue uno de los arquitectos que promovieron las instituciones (Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial) encargadas de dirigir el orden monetario y financiero de la posguerra. La lectura de la argumentación de Keynes entonces, permite evaluar la gran distancia que existe entre sus planteamientos del orden monetario internacional, con instituciones reguladoras y supervisoras, y el "no-sistema" actual.

## 7. NOTA FINAL

**H**e tenido la fortuna de dar clases en esta Facultad durante treinta años. Mis alumnos, y los profesores más jóvenes, son testigos de mi insistencia en lo importante que es la lectura de las obras de los grandes economistas, de nuestros maestros. Entre ellos sitúo en lugar muy destacado a John Maynard Keynes. Su visión de la economía y de la sociedad, su intuición, su capacidad de pensar por su cuenta y nadar contra corriente así como su compromiso social me parecen admirables. En mi opinión, su obra es de gran utilidad para intentar desbrozar la confusión en la que está sumida la ciencia económica, tratando de comprender las razones y consecuencias de la gran perturbación que está siendo la crisis financiera actual.

## 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://ideas.repec.org/s/uae/wpaper.html>

ISSN: 2172-7856

## ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

### **WP-05/16 LA NOCIÓN DE PROGRESIVIDAD IMPOSITIVA: DE LA TEORÍA A LA PRAXIS**

José M. Domínguez Martínez

### **WP-06/16 UNA REFLEXIÓN SOBRE LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL DESDE LA ÓPTICA DEL CRECIMIENTO: UNA ESPECIAL REFERENCIA A AMÉRICA LATINA**

Flavio E. Buchieri, Tomás Mancha Navarro y Alejandro D. Pereyra

### **WP-07/16 ¿TENEMOS ALGO QUE APRENDER DE KEYNES AHORA?**

Antonio Torrero Mañas

### **WP-08/16 DESINDUSTRIALIZACIÓN VERSUS TERCIARIZACIÓN: DEL APARENTE CONFLICTO A UNA CRECIENTE INTEGRACIÓN**

Juan R. Cuadrado-Roura

### **WP-09/16 SERVICE INDUSTRIES AND REGIONAL ANALYSIS. NEW DIRECTIONS AND CHALLENGES**

Juan R. Cuadrado-Roura

### **WP-01/17 EL IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS EN LA UNIÓN EUROPEA: ASPECTOS JURÍDICOS Y ECONÓMICOS**

José M. Domínguez Martínez y José M<sup>a</sup> López Jiménez



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



## 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

### SUBDIRECTORA

**Dra. Dña. Elena Mañas Alcón**

Profesora 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 Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### ACTIVIDAD EMPRENDEDORA Y PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

**Dr. D. Antonio García Tabuenca**

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### SERVICIOS E INNOVACIÓN

**Dr. D. Andrés Maroto Sánchez**

Profesor Contratado Doctor  
Universidad Autónoma de Madrid

#### RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

**Dra. Dña. Elena Mañas Alcón**

Profesora Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá