



INSTITUTO UNIVERSITARIO  
de Análisis Económico y Social



Universidad  
de Alcalá

---

## Sobre la Crisis Financiera Internacional

*Antonio Torrero Mañas*

**SERIE** DOCUMENTOS DE TRABAJO  
**01/2013**

---

## **SOBRE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL**

### **RESUMEN**

Este trabajo es una reflexión sobre la crisis financiera internacional en la mitad de su sexto año.

Respecto a la evolución de la crisis tengo una sensación agri dulce. La parte positiva es que se ha evitado un descalabro inmediato de gran entidad.

Mi mayor inquietud procede de los desequilibrios que pueden provocar las finanzas internacionales sin que exista ninguna institución moderadora y ordenadora de los flujos con un ámbito supranacional. Creo que una fuente válida de inspiración sería la de Bretton Woods actualizada.

**Palabras clave:** Crisis financiera, inestabilidad, infravaloración del riesgo, exceso de endeudamiento.

### **ABSTRACT**

This work is a reflection on the international financial crisis in the middle of its sixth year.

Regarding the evolution of the crisis I have a feeling bittersweet. The upside is that it has prevented an immediate disaster of enormous importance.

My biggest concern comes from imbalances that can lead to international finance due to the absence of a supranational institution that moderates international flows. I think a valid source of inspiration would be Bretton Woods updated.

**Key words:** Financial crisis, instability, underpricing of risk, excessive leverage.

### **AUTOR**

**ANTONIO TORRERO** Comienza su carrera profesional en MAPFRE donde ocupó cargos directivos en sociedades de inversión. 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. 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.

## ÍNDICE

|  |    |
|--|----|
| 1. Introducción.....                             | 3  |
| 2. La crisis financiera actual .....             | 3  |
| 3. Las razones de la crisis financiera .....     | 5  |
| 4. El exceso de endeudamiento .....              | 7  |
| 5. La dimensión internacional de la crisis ..... | 8  |
| 6. Reflexiones que plantea la crisis.....        | 9  |
| 7. Bibliografía.....                             | 13 |

## 1. INTRODUCCIÓN

El título de este trabajo viene acompañado de una fecha –abril de 2013–. Me parece importante siempre dejar constancia cronológica de cuando se escribe sobre cualquier tema económico que pretenda analizar o reflexionar sobre la realidad; de manera especial entiendo adecuada la precisión temporal si el tema objeto de atención es una crisis financiera de *largo alcance*, como califico a la actual perturbación.

En la historia se han producido un gran número de crisis financieras respondiendo a una amplia gama de situaciones y trascendencia: crisis bancarias, bursátiles, en sectores concretos, cambiarias, de mayor o menor duración, en países desarrollados y emergentes. El inventario de episodios ha recibido mucha atención recientemente <sup>(1)</sup>.

Además de la crisis actual entrarían en la calificación de *largo alcance* la Gran Depresión de los años 1930 y la de Japón, iniciada en 1990 y que mantiene a ese país en un estado de semiestancamiento desde entonces. Esta denominación integra cuatro características: 1) amplía duración; 2) tiene efectos económicos importantes; 3) afecta al sistema bancario, a la Bolsa, y al mercado inmobiliario, y 4) tiene carácter internacional (excepto en el caso nipón).

En los tres episodios se ha producido la misma secuencia: sorpresa ante la virulencia del fenómeno; desconcierto respecto de las razones que ha producido la perturbación; variedad de explicaciones sobre estas razones; progresiva toma de conciencia de la gravedad; perplejidad cuando se conocen los excesos; extrañeza de cómo no los habíamos detectado antes.

## 2. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

Sobre la crisis actual la literatura es abrumadora. El espacio disponible me obliga a la contención; pero no renuncio a dar algunas pistas bibliográficas que permitan al lector interesado profundizar en los aspectos más significativos que abordo.

En los tres episodios calificados de *largo alcance*, la experiencia traumática ha provocado cambios en la visión del funcionamiento de la economía y las finanzas. La Gran Depresión inspiró la Teoría General de

---

<sup>1</sup> Los trabajos más conocidos son los de Reinhart y Rogoff. Su libro más importante se publicó en 2009 al que han seguido numerosas contribuciones; la última aportación que conozco de estos autores (junto a V.R. Reinhart) data del 2012.

Keynes y propició una legislación financiera (formando parte del *New Deal*) restrictiva en un entorno de desconfianza hacia las finanzas y lo financiero.

El semiestancamiento japonés ha inducido a considerar la trascendencia de los balances de los agentes económicos: empresas no financieras, familias, sector público e instituciones financieras <sup>(2)</sup>. El elevado apalancamiento y la evidencia de la no sostenibilidad han alterado la capacidad de la política monetaria para reactivar la economía: el objetivo esencial en Japón ha pasado de la inversión y maximización del beneficio a la reducción de la deuda.

La crisis financiera actual se inició en el otoño del 2007; estamos pues, en el sexto año de la perturbación. Al principio se infravaloró la dimensión del problema y no se advirtió del grado de interrelación e internacionalización al que habían llegado las finanzas. Un momento decisivo fue la caída de *Lehman Brothers* el 15-09-2008; se tomó conciencia entonces de la gravedad de la situación y comenzó a generalizarse el “mantra” : *cualquier cosa antes que otra Gran Depresión*.

Bernanke, el actual presidente de la Reserva Federal (Fed) tardó más de un año en empezar a comprender la esencia del fenómeno, lo cual no debe extrañar dada la complejidad de los mecanismos que se habían montado, sobre todo en la primera década del siglo XXI. Se ha dicho que ha sido una suerte que Bernanke estuviera al frente de la Fed. Estoy de acuerdo con esa observación, no sólo por su categoría profesional y su prestigio sino, sobre todo, porque forjó su reputación académica en el estudio de la Gran Depresión <sup>(3)</sup>.

No puedo detenerme en exponer aquí con detalle la mecánica de la crisis y la interrelación de los mercados financieros. Se trata de un fenómeno de una gran complejidad y, aunque se ha llegado a acuerdos parciales, estamos lejos de comprender su esencia y consecuencias. No debe extrañar esta dificultad: se siguen investigando todavía las causas de la Gran Depresión 84 años después de su comienzo.

A la dificultad de comprensión se une el océano de investigaciones que se están realizando sobre el tema. El mundo universitario, los *think tanks* de fundaciones y grandes instituciones financieras, y el sector público están produciendo un alud de trabajos frente al cual es forzada la selección que se realiza según el sesgo intelectual de cada uno y la distinta perspectiva e incentivos. De manera que la gran cantidad de aportaciones y la facilidad de acceso obliga a seleccionar autores y temas.

---

<sup>2</sup> Especial consideración merecen los numerosos trabajos de Koo de los cuales destacaría los de 2001 y 2008 y Ueda, 2012

<sup>3</sup> Sus contribuciones más relevantes sobre el tema están recogidas en su libro del 2000.

Llegados aquí, me parece obligado que explicito mis propios sesgos, ideas y presuposiciones para que el lector pueda calibrar las opiniones que expongo. Me parece necesario precisar mi *visión* en el sentido que da Schumpeter al término.

Como he destacado en mi último libro (Torrero, 2013), desde la década de 1980 he sentido una preocupación creciente por lo que me parecía una deriva hacia la mayor inestabilidad de las finanzas. Esa inquietud procedía de tres fuentes: 1) el estudio de la obra de Keynes (Torrero, 1998); 2) los trabajos de Minsky, en especial su teoría de la inestabilidad financiera y la conexión de sus ideas con las de Keynes, y 3) mi preocupación antes las posibles consecuencias del predominio de los mercados financieros sobre la intermediación bancaria tradicional.

Los trabajos que he realizado sobre la inestabilidad de las finanzas y las crisis financieras han sido numerosos en las dos últimas décadas. Me parecía, y me parece, que las finanzas caminaban por un sendero cada vez más inestable pero ni pude imaginar las razones de la crisis, ni el momento, ni tampoco su extraordinaria magnitud.

Mi punto de vista analítico es que las finanzas son *especiales*. No cabe aplicar en este campo, sin matizaciones muy importantes, el arsenal de instrumentos que utilizamos con provecho en otras áreas económicas. Son especiales por dos motivos esenciales: primero, las operaciones financieras implican una apuesta sobre el futuro, en la cual la incertidumbre y la confianza juegan un papel decisivo; es posible, además, que el demandante de los recursos no cumpla sus compromisos; segundo, por el riesgo de crisis sistémica que puede producirse en las finanzas y que no aparece con la misma trascendencia en otros sectores.

A partir de esta singularidad de las finanzas, me considero liberal en relación con el comercio nacional e internacional de mercancías y servicios, y sin embargo, contemplo con reticencia el exceso de libertad y competencia en las actividades financieras. El lector habrá percibido mi sintonía, en este punto, con Bhagwati (1998).

### 3. LAS RAZONES DE LA CRISIS FINANCIERA

La mecánica de la crisis ha sido estudiada con detalle pero creo que es obligada una síntesis. Se produjo una explosión del crédito – sobre todo hipotecario– que se titulizó incorporándose a activos que eran susceptibles de comercialización y de gradación de la rentabilidad según la estimación del riesgo asumido. El negocio residía en la concesión y distribución de los créditos puesto que la venta de los nuevos activos entre miles de inversores a nivel internacional reducía el nivel de riesgo de las entidades financieras promotoras de la generación

y venta de los nuevos activos, al no constar en el balance de las instituciones financieras promotoras.

La titulización era extraordinariamente rentable para los partícipes en la cadena de generación, diseño y distribución de los activos. Tenía, además, el atractivo de no consumir recursos propios de las instituciones financieras, obviando los requisitos cada vez más exigentes de las regulaciones de Basilea.

Los nuevos activos se financiaban apelando a mercados muy líquidos. Se precisaba la colaboración de las agencias de calificación que proporcionaban la *garantía de calidad* haciendo posible su aceptación por las instituciones de inversión colectiva: Fondos de inversión en activos monetarios, Fondos de Inversión y de Pensiones, etc.

Todo el andamiaje se cuarteó cuando los precios de la vivienda empezaron a debilitarse en los meses anteriores al otoño de 2007; se puso entonces de relieve la infravaloración del riesgo asumido, desapareció la liquidez en los mercados, y la sofisticación de los instrumentos creados hacía extraordinariamente difícil la localización y medición del riesgo. A partir de ahí, la desconfianza, el pánico en mercados esenciales (en particular el interbancario) provocó la intervención pública.

Me parecía obligado hacer una referencia telegráfica a la mecánica pero no es ese mi objetivo. Lo que pretendo es poner de relieve la importancia de las ideas que han permitido un montaje de esta complejidad. Antes he apuntado a la tendencia que se produce desde la década de 1980 al mayor protagonismo de los mercados financieros respecto a la intermediación bancaria tradicional. Conviene precisar que la banca comercial tradicional advirtió la rentabilidad de los nuevos activos y participó activamente junto a la banca de inversión, principal promotor, en la puesta en marcha del nuevo negocio.

Como consecuencia de esta deriva, se alteraron las fórmulas y capacidad de evaluar el riesgo. La banca tradicional calibraba el riesgo a partir del conocimiento directo del deudor y de la experiencia de un trato continuado. La concesión de créditos para su distribución, sin embargo, no precisaba del conocimiento específico del deudor; la responsabilidad en la suerte de la operación se suponía que desaparecía con el traspaso de los créditos a las instituciones financieras que los incorporaban a los nuevos vehículos creados al efecto contando con el plácet de las agencias de calificación.

La despersonalización en la concesión de los créditos obligaba a evaluaciones del riesgo a partir de estimaciones de características objetivas (*scoring*). La estadística pasaba al primer plano pero la estimación del riesgo del crédito en el futuro tenía que tomar, como referencia obligada, la experiencia del pasado. Esa confianza se defendía aportando modelos matemáticos de gran complejidad. Como señaló el gran economista de Chicago F.H. Knight:

“Vivimos en un mundo lleno de contradicción y paradoja, un hecho del cual el mayor ejemplo es éste: que la existencia de un problema de conocimiento depende de que el futuro difiera el pasado, mientras que la posibilidad de solucionar el problema depende de que el futuro se parezca al pasado” (1921, p. 313).

Los factores esenciales que explican los excesos generadores de la crisis financiera actual son la extraordinaria confianza que se fue asentando en la capacidad de medir el riesgo, y la profunda convicción de que los responsables de las instituciones financieras tenían capacidad de autorregulación y, por su propio interés, de moderar los excesos de los colegas menos prudentes.

El resultado final de estas ideas ha sido –como he señalado– la infravaloración de los riesgos asumidos lo cual propició una gran expansión del crédito y de las magnitudes financieras cuya desmesura se intenta corregir ahora.

#### 4. EL EXCESO DE ENDEUDAMIENTO

Muchos analistas advirtieron de los excesos que se estaban cometiendo en los años que precedieron a la crisis. Esas cautelas se estrellaban con las ideas dominantes sobre la capacidad de los mercados para fijar, de forma racional los límites del proceso. Greenspan, el Presidente de la Fed anterior a Bernanke, fue el principal adalid de la capacidad de autodisciplina de los mercados. Repetía a menudo que ninguna autoridad ni ningún experto, tenía un conocimiento mejor que millones de inversores bien informados. Si hubiera que sintetizar en una magnitud los excesos, elegiría el nivel de endeudamiento de los agentes económicos.

Greenspan publicó su libro autobiográfico precisamente en el 2007. Sus ideas al respecto son (o eran) muy claras:

“... 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. 298).

“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).

Otros analistas consideraban, en cambio, con preocupación la acumulación de deuda advirtiendo un final abrupto del proceso. Uno de los más lúcidos advertía en 2004 que habíamos entrado en una economía basada en las finanzas en la cual la productividad no radicaba



en la menor aportación de trabajo por unidad producida sino en un tipo de interés más bajo por unidad de deuda. Llegaría un momento – advertía este experimentado gestor– en que alguien frenaría esta dinámica y la economía entraría en una profunda recesión (Gross, pp. 5, 6).

Tres años después del acertado pronóstico de Gross, estalló la crisis financiera que puso en evidencia la insostenibilidad del endeudamiento creciente. Se llegó a lo que se ha denominado “momento Minsky” , esto es, a una situación en la cual no es posible continuar la tendencia al aumento de la deuda, puesto que los agentes no generan rentas suficientes para hacer frente a las obligaciones contraídas.

El endeudamiento tendría un protagonista nuevo: las familias que absorbieron parte fundamental de la explosión del crédito ligado en ocasiones al auge inmobiliario. La crisis inmobiliaria ha debilitado el activo del balance de las familias dificultando el servicio de la deuda asumida, lo cual ha provocado el aumento de la morosidad en las instituciones financiadoras. El final de la cascada ha sido el aumento del déficit del sector público y la acumulación de su deuda para atender a la crisis bancaria y a las propias necesidades de la recesión <sup>(4)</sup>.

La reducción del apalancamiento de los agentes económicos es un proceso doloroso, lento, que afecta a una variable esencial: el consumo de las familias. El deterioro de las expectativas influye asimismo sobre la inversión y todos los efectos negativos desembocan en el endeudamiento creciente del sector público.

## 5. LA DIMENSIÓN INTERNACIONAL DE LA CRISIS

La crisis financiera tuvo su epicentro en los Estados Unidos y sus protagonistas esenciales han sido los Bancos de Inversión de ese país, principales promotores tanto de la titulización como de la distribución internacional de los sofisticados productos financieros, con la complicidad de las empresas de calificación.

La crisis tiene, pues, una dimensión internacional. No ha afectado, sin embargo, a los países emergentes que no han participado significativamente en el festín previo ni en la caída posterior.

Hay un acuerdo bastante general en señalar que la mayor cautela de los países emergentes hacia las finanzas, consecuencia de las negativas experiencias de crisis anteriores, ha sido la razón esencial de su no participación. No puedo extenderme en ese punto, pero me parece que

---

<sup>4</sup> El lector interesado por la nueva situación planteada por el aumento de la deuda de las familias puede recurrir a mi trabajo: “Sistema Financiero y Productividad Económica” (Torrero, 2013, pp. 49-77).

tiene interés señalar que la participación de los emergentes no ha estado ligada tanto a la cautela de los países como al menor nivel de sofisticación de sus sistemas financieros.

La crisis financiera se ha manifestado de formas diferentes. Algunos países (Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda y España) han tenido un boom inmobiliario. En España nuestras hipotecas *subprime* han sido, de hecho, los créditos a los promotores. Otros países europeos, como Alemania en lugar destacado, no han tenido un boom inmobiliario, pero han intervenido activamente en el auge de las finanzas que precedió a la crisis. La banca europea participó en los nuevos instrumentos financieros para beneficiarse de altas rentabilidades de activos con la máxima calificación, financiando su adquisición en el mercado americano. La interrelación del riesgo en los países explica la actuación coordinada de los bancos centrales, y que en la crisis de instituciones financieras claves (como AIG) los bancos europeos fueran beneficiarios, en buena medida, de los fondos de los Estados Unidos dedicados a su salvamento.

Una de las consecuencias de la crisis financiera ha sido el mayor nivel de concentración de la actividad financiera en las instituciones de mayor dimensión. La desaparición de algunos grandes bancos de inversión, y la absorción de otros por bancos comerciales forzada por la crisis, han dado lugar a instituciones bancarias gigantescas que operan en todos los segmentos de actividad y en todos los mercados. Se ha revitalizado la banca universal en el doble sentido: funcional y geográfico. El carácter sistémico de estas grandes entidades plantea interrogantes incómodos sobre la resolución en caso de crisis. Existe una incoherencia notable entre la internacionalización de sus actividades y el ámbito nacional de la regulación, supervisión y resolución de situaciones problemáticas.

## 6. REFLEXIONES QUE PLANTEA LA CRISIS

**T**anto en el ámbito académico como en el de la organización institucional de las finanzas, la crisis ha removido las aguas poniéndose de relieve las carencias de las ideas más aceptadas para afrontar una realidad extraordinariamente compleja.

En la academia, en los expertos de la gestión profesional de las inversiones y también en algunas organizaciones financieras, se realizaban, no obstante, análisis y se emitían opiniones que mostraban recelo por la inestabilidad potencial que generaba el creciente protagonismo de las finanzas. Los temores, avisos y advertencias se diluían, sin embargo, en un mar de confianza y satisfacción por los logros de crecimiento estable conseguidos la década previa a la crisis.

En ese período denominado como La Gran Moderación se había consolidado la idea de que las crisis financieras eran episodios del

pasado o fracasos propios de países emergentes con carencias institucionales que dificultaban los ajustes. Los países desarrollados habían conseguido la estabilidad de precios y también la financiera. Los Bancos Centrales, y en particular la Fed tenían los conocimientos y los resortes que garantizaban la corrección de cualquier amenaza desestabilizadora.

El discurso dominante en las Universidades y Escuelas de Negocios se inspiraba en las doctrinas de los mercados eficientes y las expectativas racionales. Las crisis financieras, en particular las burbujas, se entendía que no podían producirse en ese marco, y en el caso improbable de excesos que amenazaran la estabilidad, la actuación vigilante de los bancos centrales reconducirían con presteza la anomalía.

La crisis financiera ha sido un duro golpe. ¿Cómo no se había previsto un fenómeno tan extraordinario? Las respuestas a esa pregunta relevante han sido muy variadas. La corriente más crítica ha responsabilizado al alejamiento del análisis macroeconómico de la realidad. Los modelos no consideraban a los mercados financieros y cuando lo hacían, era de forma lateral sin recoger la complejidad y trascendencia de las finanzas modernas.

Debo añadir, no obstante, que en el supuesto de que los modelos macroeconómicos lograsen integrar a las finanzas eso no significaría que se hubiera conseguido el instrumento para predecir las crisis financieras, el detonante de la perturbación, la duración del fenómeno, y sus consecuencias económicas. Pedir eso a la ciencia económica es solicitar de nuestra disciplina unas prestaciones que no están a su alcance.

Pero entre la inacción confiada en que las crisis financieras no pueden producirse y, en el caso de que hubiera un atisbo, es factible corregir los excesos con facilidad, y la pretensión de que un perfeccionamiento de los modelos macroeconómicos incorporando las finanzas, conlleve la capacidad de predicción, entre esos dos polos, insisto, hay un espacio muy amplio de mejora.

Desde mi perspectiva, el análisis de las finanzas y la prevención de las crisis mejoraría sustancialmente si se considerara la inestabilidad financiera como endógena y se recurriera a la inspiración de autores como Minsky y Keynes. Me parece factible una mejora en la conducción de las finanzas y en la prevención de las crisis financieras si el foco se situara en detectar desequilibrios acumulativos con tendencias insostenibles. Descubrir ese tipo de situaciones y prescribir medidas para frenar desequilibrios que de mantenerse terminarían de forma abrupta, entra en nuestras posibilidades como demuestra la experiencia de los analistas lúcidos que advirtieron sobre el riesgo potencial que se estaba generando en la década de los 2000.

En efecto, ese fue el caso de un grupo de economistas del Banco Internacional de Pagos de Basilea que sugirieron que debajo de la tersa superficie de la estabilidad de La Gran Moderación, se estaban gestando

situaciones de desequilibrio que de prolongarse podían terminar de forma brusca.

La alarma provocada por la crisis ha constituido un revulsivo del pensamiento predominante y ha debilitado algo la confianza de sus defensores. Es cierto que se han producido conversiones y reconocimientos impensables antes de la crisis. El caso de Minsky, que murió en 1996, cuya obra que se consideraba heterodoxa y marginal, es significativo. Con la convulsión, su teoría de la inestabilidad financiera según la cual los períodos de auge incorporan la semilla de la crisis, ha ganado aceptación. También las reflexiones de Keynes en torno al tratamiento de la incertidumbre han cobrado actualidad.

¿Cabe esperar un vuelco en las ideas que sustentan el edificio del cuerpo de doctrina predominante? No lo creo. Es muy difícil cambiar de opinión cuando se dispone de una construcción sofisticada y coherente en la medida que se aceptan algunos supuestos claves. El principal, me parece que es la confianza excesiva en la medición del riesgo, y en el tratamiento de la incertidumbre.

El reconocimiento de las limitaciones de la construcción neoclásica es, en el cualquier caso, parcial y lento. No puede obviarse que no existe un planteamiento alternativo cerrado y coherente, aunque hay críticas, muy acertadas, que ponen en cuestión la utilidad de las doctrinas vigentes para comprender lo que sucede en el mundo real.

En la Gran Depresión se produjo, como he señalado antes, una reforma institucional en un clima de desconfianza hacia lo financiero. El establecimiento del seguro de depósitos para frenar los pánicos bancarios, y la separación estricta de la banca comercial tradicional de la banca de inversión fueron pilares esenciales en un entorno de recelo hacia la innovación financiera.

Una reacción parecida ha tenido lugar con la crisis actual aunque me parece que menos radical. Es posible que la recesión se haya contenido por la decidida respuesta de la Fed, y otros bancos centrales, que han inundado el mundo de liquidez. Aunque la reacción de empresas y familias a los enérgicos estímulos monetarios haya sido tibia, por estar inmersos en procesos de desapalancamiento, el efecto sobre las valoraciones de los activos ha contenido lo que podía haber sido una caída importante de la actividad económica y del empleo. En este sentido, la Gran Depresión y la experiencia japonesa han servido de vacuna para que esta crisis se afronte de manera resuelta, sobre todo en los Estados Unidos y muy recientemente en Japón.

En el plano institucional las propuestas de reformas han sido concebidas con el norte de cubrir los puntos débiles que la experiencia de la crisis

ha demostrado que son susceptibles de generar inestabilidad. La mayor parte de las reformas están en proceso de materialización <sup>(5)</sup>.

La indignación pública por los excesos de Wall Street y la vuelta a posiciones más sensatas en las finanzas se refleja en los apoyos que eligió Obama para inspirar las directrices de la reforma: P. Volcker y W. Buffet. Estas dos figuras de gran prestigio se han caracterizado por la actitud crítica a las prácticas y principios de Wall Street. Volcker (Presidente de la Fed anterior a Greenspan) se ha mostrado muy crítico sobre la dimensión que ha adquirido la rúbrica Inversiones Propias en los balances de las instituciones financieras, y muy distante e irónico sobre los efectos de las innovaciones financieras. Buffet, el inversor de mayor éxito de la historia, emplea criterios de inversión fundamentalistas, basados en la calidad de las empresas con un horizonte de largo plazo y se muestra especialmente reticente sobre el riesgo de los productos derivados. Ambos representan posiciones contrarias a las predominantes en Wall Street que generaron esta crisis <sup>(6)</sup>.

Cuando reflexiono sobre la evolución de la crisis desde su estallido en el otoño del 2007 tengo una sensación agri dulce. La parte positiva es que se ha evitado un descalabro inmediato de gran entidad. Las sombras provienen de tres frentes:

- 1) Creo que se está debilitando el impulso reformista en las finanzas. Los excesos en las remuneraciones de los directivos han vuelto y se ha incrementado el nivel de concentración financiera. La aparente normalización económica y el peso político del sector financiero explican esta relajación.
- 2) Continúa la internacionalización de las finanzas con una movilidad creciente de los recursos pero la regulación, supervisión, y resolución siguen siendo nacionales.
- 3) Queda la gran incógnita de cómo se corrige la extraordinaria acumulación de deuda pública que se ha generado para impedir el desplome de la economía.

Confieso que mi mayor inquietud procede de los desequilibrios que pueden provocar las finanzas internacionales sin que exista ninguna institución moderadora y ordenadora de los flujos con un planteamiento supranacional. Creo que una fuente válida de inspiración sería la de Bretton Woods actualizado. Es, sin embargo, una posibilidad que veo muy lejana. Hay visiones de las finanzas e intereses de los países muy distintos y no existe en la actualidad una potencia hegemónica que

---

<sup>5</sup> The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act's (The Dodd-Frank Act). El lector interesado en el contenido de esta ley puede recurrir a:

- V.V. Acharya, T. Cooley, M. Richardson y I. Walter (eds.) (2010).
- GAO (Government Accountability Office) (2013).

<sup>6</sup> Ver en este sentido Silber (2012) en especial pp. 278, 291-293.

imponga criterios, y esté en condiciones de hacerlos cumplir aceptando su responsabilidad de director de orquesta.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, V.V., T. 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.
- BERNANKE, B.S. (2000): *Essays on the Great Depression*. Princeton University Press.
- BHAGWATI, J. (1998): "The Capital Myth. The Difference Between Trade in Widget and Dollars". *Foreign Affairs*. Mayo-Junio, pp. 7-12.
- GAO (Government Accountability Office) (2013): *FINANCIAL REGULATORY REFORM. Financial Crisis Losses and Potential Impacts of the Dodd-Frank Act*. GAO 13-180. USA.
- GREENSPAN, A. (2007): *La era de las turbulencias. Aventuras en un nuevo mundo*. Primera edición en inglés 2007. Versión española Circo Ediciones. Barcelona, 2011, que es la que utilizo.
- GROSS, B. (2004): "The Last Vigilante". *PIMCO: Investment Outlook*. Febrero, pp. 1-9.
- KNIGHT, F.H. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*. The University of Chicago Press (1971).
- Koo, R.C. (2001): "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession". *Business Economics*. April 2001, pp. 15-23.
- Koo, R.C. (2008): *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. John Wiley & Sons. Singapore.
- REINHART, C.C. Y K.S. ROGOFF (2009): *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press. Hay traducción al español: Fondo de Cultura Económica (2011).
- REINHART, C.M., V.R. REINHART Y K.S. ROGOFF (2012): "Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800". *Journal*

*of Economic Perspectives*. Vol. 26, number 3, Summer, pp. 69-86.

SILBER, W.L. (2012): *Volcker. The Triumph of Persistence*. Bloomsbury Press. USA.

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

TORRERO, A. (2013): *Keynes y la crisis financiera actual*. Marcial Pons. Madrid.

UEDA, K. (2012): "Deleveraging and Monetary Policy: Japan Since the 1990s and the United-States Since 2007". *Journal of Economic Perspectives*. Volume 26, number 3 –Summer 2012– pp. 176-200.

## 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/doctrab.htm>

ISSN: 2172-7856

## ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

**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

**WP-08/12 KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL: REFLEXIONES A LA LUZ DE SU OBRA**

Antonio Torrero Mañas

**WP-09/12 LA REFORMA DE LA POLÍTICA DE ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA EN ESPAÑA: ANÁLISIS DE LA LEY ORGÁNICA DE ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA Y SOSTENIBILIDAD FINANCIERA**

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

**WP-10/12 REPENSANDO LAS CRISIS FINANCIERAS: EL CASO DE UNA ECONOMÍA EMERGENTE Y CON ARREGLOS CAMBIARIOS RÍGIDOS**

Flavio E. Buchieri



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

## 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