

ANTONIO TORRERO MAÑAS

LA RENOVADA ATENCIÓN  
POR LA OBRA  
DE KEYNES CON MOTIVO  
DE LA CRISIS  
FINANCIERA 2007-2009

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2024

«Quiero que obremos y prolonguemos las tareas de la vida tanto como sea posible; y que me halle la muerte plan-tando coles, más indiferente a ella y más aún a mi imperfecto jardín» (128).

«No cito a los demás sino para mejor expresarme a mí mismo» (128).

«Pues aquí están mis sentimientos y opiniones; entrégolos en tanto que constituyen lo que yo creo, no porque deban ser creídos. Solo intento poner al descubierto mi manera de ser, que podría ser otra mañana si un nuevo aprendizaje me hiciera cambiar. Carezco totalmente de autoridad para ser creído, y tampoco deseo serlo, pues me siento demasiado mal instruido como para instruir a otros» (183).

«Dice Sócrates que los jóvenes han de instruirse, los hombres ejercitarse en el hacer el bien y los viejos retirarse de toda ocupación civil y militar, viviendo como les plazca sin atarse a ningún oficio» (268).

M. D. MONTAIGNE, 1588, *Ensayos completos*

«A diferencia de las ciencias físicas, en la economía y en otras disciplinas que trata de fenómenos esencialmente complejos, los aspectos que pueden tratarse con datos cuantitativos son necesariamente limitados y puede que no incluyan los importantes».

F.A. HAYEK (1974: 180), *The Pretence of Knowledge*

«... el que elige a su médico entre un colectivo de doctores que compiten entre sí es en un sentido real su propio médico. A menudo el Príncipe gusta de escuchar lo que desea oír».

P.A. SAMUELSON (1962: 17),  
*Economists and the History of Ideas*

«Como hay tantos libros y opiniones sobre la crisis, lo mejor es tomarlos todos en cuenta».

A.W. LO (2012: 36),  
*Reading About the Financial Crisis: A 21-Book Review.*

# ÍNDICE

---

AGRADECIMIENTOS .....	9
PRÓLOGO .....	19

## CAPITULO 1

### **ECONOMISTAS INTERESADOS EN EL PAPEL DE LAS FINANZAS EN EL SISTEMA ECONÓMICO. CONEXIONES ENTRE SCHUMPETER, SIMONS, MINSKY Y KEYNES**

1. SCHUMPETER-MINSKY .....	25
2. SIMONS-MINSKY .....	35
3. SIMONS-KEYNES .....	38
4. MINSKY-KEYNES .....	45
4.1. La atención hacia los bancos y mercados financieros .....	45
4.2. Minsky y la interpretación de la obra de Keynes por la síntesis neoclásica .....	54
4.3. Importancia para Minsky de la incertidumbre en la obra de Keynes.....	61

## CAPÍTULO 2

### **EL LARGO CAMINO HACIA LA COMPRESIÓN DE LA GRAN DEPRESIÓN**

1. INTRODUCCIÓN .....	69
2. ANÁLISIS DE LA GRAN DEPRESIÓN ANTERIORES A LA OBRA DE FRIEDMAN-SCHWARTZ (1963a).....	73
2.1. I. Fisher .....	74
2.1.1. La «desgraciada» profecía bursátil .....	75
2.1.2. Deuda-deflación .....	76
2.1.3. El agravamiento de la depresión.....	77
2.1.4. Olvido de sus aportaciones .....	79
2.2. Schumpeter .....	81
2.2.1. Ciclos económicos .....	82
2.2.2. Interpretación de la Gran Depresión.....	83
2.2.3. J. A. Schumpeter–Keynes. Adenda .....	88
2.3. L. Robbins .....	94
2.3.1. Robbins–Keynes .....	94
2.3.2. Interpretación de la Gran Depresión.....	97
2.3.3. Liquidacionistas.....	98
2.4. Hayek.....	104
2.4.1. La escuela austríaca.....	105
2.4.2. La escuela austríaca y el monetarismo .....	108

	Pág.
2.4.3. La Gran Depresión. La visión de Hayek y las de Friedman y Keynes .....	113
2.4.4. Responsabilidad de Hayek en la Gran Depresión .....	116
2.4.5. Hayek-Keynes. Adenda.....	117
2.5. Galbraith .....	123
2.5.1. El <i>crash</i> de la Bolsa .....	123
2.5.2. Crítica a Friedman .....	126
2.5.3. Pérdida de vigencia de su interpretación de la Gran Depresión .....	127
3. FRIEDMANY SCHWARTZ: <i>A MONETARY HISTORY</i> (1963) .....	129
3.1. Los precedentes. La interpretación de Keynes de la Gran Depresión como referencia inmediata .....	129
3.2. La política monetaria y las crisis bancarias .....	131
3.3. Otros temas significativos en su análisis de la Gran Depresión .....	138
3.3.1. El factor humano. B. Strong.....	138
3.3.2. El <i>crash</i> bursátil de 1929.....	140
3.3.3. La Gran Depresión. ¿Nacional o Internacional?.....	142
3.3.4. El patrón oro y la Gran Depresión .....	145
3.4. Defensa y crítica de las tesis de Friedman y Schwartz .....	147
3.4.1. Defensores .....	148
3.4.2. Críticos.....	155
4. APORTACIONES CLAVE POSTERIORES A LA OBRA DE FRIEDMANY SCHWARTZ (1963) SOBRE LA GRAN DEPRESIÓN ..	176
4.1. Temin .....	177
4.1.1. El <i>crash</i> de la Bolsa.....	177
4.1.2. El carácter internacional de la Gran Depresión .....	180
4.1.3. Crítica a las ideas de Friedman y Schwartz.....	183
4.1.4. La narrativa propia de Temin.....	187
4.1.5. La fuerza de las ideas .....	187
4.1.6. Defensores y críticos de la obra de Temin .....	190
4.2. Kindleberger .....	196
4.2.1. Complejidad de la Gran Depresión.....	196
4.2.2. Monetaristas y keynesianos .....	198
4.2.3. La Gran Depresión como fenómeno internacional.....	200
4.2.4. El <i>crash</i> bursátil. Crisis sectoriales.....	202
4.2.5. El desplome de los precios de las materias primas.....	204
4.2.6. Defensores y críticos de la obra de Kindleberger.....	207
4.3. Bernanke.....	209
4.3.1. Análisis de la Gran Depresión .....	209
4.3.2. Sintonía intelectual con Milton Friedman.....	220
4.4. Eichengreen .....	223
4.4.1. Requisitos para el funcionamiento del patrón oro. Contraste entre dos épocas. Ideología .....	224

	Pág.
4.4.2. Críticas a la aportación de Eichengreen .....	229
4.4.3. Respuesta de Eichengreen a sus críticos.....	230
4.4.4. Ámbito Internacional de la Gran Depresión.....	231
4.4.5. La crisis bancaria .....	233
4.4.6. Los países que abandonaron el patrón oro se recuperaron antes	233
4.4.7. Importancia de los Gobiernos y de los Bancos Centrales.....	234
4.4.8. Rigidez del ajuste salarial.....	235
5. NOTA FINAL.....	238

### CAPÍTULO 3

#### KEYNES Y LA GRAN DEPRESIÓN

1. INTRODUCCIÓN .....	244
2. EL SESGO FINANCIERO DE KEYNES.....	246
3. EL <i>CRASH</i> BURSÁTIL DE 1929. PRIMERAS IMPRESIONES .....	253
4. 1930. PRIMER AÑO DE LA GRAN DEPRESIÓN.....	259
4.1. Discurso en la National Mutual (enero 1930) (XII, c, 168–178).....	260
4.2. El Comité MacMillan (noviembre 1929–mayo 1931) .....	260
4.3. La Crisis Industrial (mayo 1930, XX, b, 345–349) .....	262
4.4. Informe al Primer Ministro (julio 1930, XX, e, 370–383) .....	262
4.5. El futuro del tipo de interés (1930, septiembre, XX, h, 390–399).....	263
4.6. Los Servicios Económicos de Londres y Cambridge (septiembre, XII, g, 574–647) .....	265
4.7. Economic Advisory Council: The State of Trade (septiembre, 1930, XX, f, 387–390) .....	265
4.8. La Conferencia de Madrid (junio 1930, IX, j, 321–332) .....	266
4.9. Análisis Económico del año (1930, diciembre, XII, m, 647).....	269
4.10. La Gran Depresión de 1930 (diciembre, IX, 126–134) .....	269
4.11. El Tratado sobre el dinero (1930, octubre V,VI) .....	271
5. 1931 SEGUNDO AÑO DE LA GRAN DEPRESIÓN.....	275
5.1. El problema del desempleo (enero, IX, a, 135–141).....	275
5.2. Discurso en la National Mutual (enero, XII, b, 178–185) .....	275
5.3. Memorandum para el Consejo de la National Mutual (febrero, XII, c, 17–19).....	276
5.4. Propuestas para un arancel (marzo, IX, d, 231–238) .....	276
5.5. Sobre la depresión. Emisora Americana CBS (abril, XX, g, 515–520) ...	277
5.6. Segundo viaje a Estado Unidos (30 mayo a 11 julio) .....	278
5.6.1. Un análisis económico del desempleo (junio, XIII, i, 343–367)	278
5.6.2. Conferencias en Nueva York (junio, XX, l, 544–553).....	281
5.6.3. Cartas a Hubert Henderson (junio, XVIII, j, 352–354) .....	283
5.6.4. El Desempleo como Problema Mundial (julio, XX, m, 529–557)	284

	Pág.
5.6.5. Economic Advisory Council. Una Nota Sobre las Condiciones Económicas en los Estados Unidos (julio, XX, n, 561–588).....	285
5.7. El final del patrón oro (septiembre, IX, p, 245–249) .....	287
5.8. Carta a Walter Case (noviembre, XXI, t, 4–13) .....	288
6. 1932. TERCER AÑO DE LA GRAN DEPRESIÓN.....	289
6.1. Consecuencias del Colapso de los valores monetarios en el sistema bancario (1 enero, IX, o, 150–158) .....	289
6.2. Discurso en la National Mutual (marzo, XII, c, 185–193) .....	290
6.3. La Crisis Económica del Mundo y la Vía de Solución (mayo, XXI, d, 50–62).....	290
6.4. El Informe de los Expertos Australianos (junio, XXI, l, 94–100).....	292
6.5. Una nota sobre el tipo de interés a largo plazo en relación con el plan de conversión (septiembre, XXI, f, 114–125) .....	292
6.6. Cartas a The Times (octubre, XXI, g, 137–140) .....	294
6.7. La Conferencia Económica Mundial 1933 (diciembre 1932, XXI, i, 210–216) .....	295
7. 1933. CUARTO AÑO DE LA GRAN DEPRESIÓN.....	296
7.1. Algunas señales esperanzadoras para 1933 (enero, XXI, a, 141–145).....	296
7.2. Los medios para la prosperidad (marzo, IX, b, 335–366).....	296
7.3. El esquema de control de Mr. Keynes (diciembre, XI, f, 434–435).....	298
8. 1934. <i>THE NEW DEAL</i> . TERCER VIAJE A LOS ESTADOS UNIDOS (15 MAYO–8 JUNIO). HACÍA LA TEORÍA GENERAL .....	299
8.1. <i>The New Deal</i> .....	299
8.1.1. «Carta al Presidente Roosevelt», <i>The New York Times</i> (31 diciembre, XXI, g; 289–297).....	299
8.1.2. Los experimentos económicos de Roosevelt (enero, XXI, b, 305–309).....	300
8.1.3. La política sobre el oro del Presidente Roosevelt (enero, XXI, c, 309–317) .....	301
8.2. Tercer viaje a los Estados Unidos (mayo–junio). Hacia la <i>Teoría General</i>	302
8.2.1. La Teoría de la Demanda Efectiva (junio, XIII, e, 457–471) ....	304
8.2.2. La Agenda del Presidente (junio, XXI, f, 322–329) .....	305
8.2.3. La Recuperación Americana (junio, XXI, g, 329–334) .....	305
8.2.4. ¿Puede América desarrollar su propio camino hacia la recuperación? (diciembre, XXI, k, 334–338).....	306
9. LA GRAN DEPRESIÓN Y LA TEORÍA GENERAL .....	306
9.1. Introducción.....	306
9.2. La importancia del tipo de interés.....	307
9.3. La Gran Depresión como inspiración de la <i>Teoría General</i> .....	309

	Pág.
9.4. El capítulo 12 de la <i>Teoría General</i> : «El estado de las expectativas a largo plazo» .....	314
9.5. El capítulo 22 de la <i>Teoría General</i> : «Notas sobre el ciclo económico» ..	325
9.6. Evolución de las ideas de Keynes sobre la Gran Depresión.....	329
9.7. La relevancia de las ideas de Keynes en la década de los treinta .....	330

#### CAPÍTULO 4

### **LA GRAN DEPRESIÓN (1929-1933) LA GRAN RECESIÓN (2007-2009)**

1. AUGE Y CAÍDA DEL KEYNESIANISMO.....	337
1.1. Introducción.....	337
1.2. Tres décadas de keynesianismo.....	339
1.2.1. Ascenso del keynesianismo.....	339
1.2.2. Efectos económicos.....	342
1.3. Decadencia a partir de la década de los años setenta .....	345
1.4. Desprestigio académico del keynesianismo y de la obra de Keynes.....	350
2. EL RETORNO AL CLASICISMO .....	356
2.1. La síntesis neoclásica .....	356
2.2. La hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH).....	364
2.3. Liberalización financiera .....	373
2.3.1. Liberalización financiera en los Estados Unidos.....	373
2.3.2. Liberalización financiera internacional.....	380
2.4. Financiarización .....	386
2.4.1. El protagonismo financiero de las familias.....	388
2.4.2. Cambios en el comportamiento de empresarial.....	393
2.4.3. Dimensión de las Finanzas .....	401
2.5. La Gran Moderación .....	403
2.5.1. Marco de gran confianza .....	403
2.5.2. Avisos de inestabilidad potencial. Mar de fondo.....	411
3. LA GRAN DEPRESIÓN (1929-1933) Y LA GRAN RECESIÓN (2007-2009).....	419
3.1. La Gran Recesión. Características .....	419
3.2. Similitudes y Diferencias.....	424
3.2.1. Similitudes .....	424
3.2.2. Diferencias .....	429
3.3. La expansión monetaria ( <i>Quantitative easing</i> , QE).....	435
4. LA RENOVADA ATENCIÓN POR LA OBRA DE KEYNES CON MOTIVO DE LA GRAN RECESIÓN.....	443
4.1. Actualidad de Keynes.....	443

	Pág.
4.2. ¿Qué hemos aprendido de Keynes?.....	447
4.3. Opiniones críticas sobre Keynes y su obra.....	450

## CAPÍTULO 5

### TEMAS FUNDAMENTALES EN LAS FINANZAS

1. INTRODUCCIÓN .....	455
2. BANCOS Y MERCADOS FINANCIEROS .....	458
2.1. Incidencia en las pequeñas y medianas empresas.....	460
2.2. Ajuste temporal.....	462
2.3. Efectos sobre el riesgo.....	463
2.4. Una nota sobre las ideas de Shiller.....	465
3. UNA NOTA SOBRE POLANYI Y EL MERCADO. VIGENCIA DE SU ANÁLISIS.....	468
4. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA.....	472
4.1. Keynes y la Globalización .....	472
4.2. Internacionalización de las Finanzas .....	477
5. CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS DE LAS FINANZAS.....	482
5.1. Diferencias con otros sectores.....	482
5.2. Información imperfecta .....	488
6. INNOVACIONES FINANCIERAS. PROPENSIÓN AL RIESGO. COMPLEJIDAD .....	490
6.1. Innovaciones financieras .....	490
6.2. Propensión al riesgo. Complejidad .....	499
7. MEDIDAS CONTRA LA GRAN RECESIÓN. LA EXPANSIÓN MONETARIA.....	507
7.1. Intervención pública en el sistema financiero .....	507
7.2. Expansión monetaria .....	514
8. EVOCACIÓN DEL PASADO Y PROPUESTAS DE REFORMA.....	519
8.1. Vigencia y derogación de la legislación <i>Glass-Steagall</i> .....	519
8.2. Propuestas de reforma.....	527
EPÍLOGO .....	533
BIBLIOGRAFÍA .....	541
ÍNDICE ONOMÁSTICO .....	593
ÍNDICE DE MATERIAS.....	607



## PRÓLOGO

---

En los últimos treinta años he concentrado la atención básicamente en dos temas: en la obra de John Maynard Keynes y en las crisis financieras.

Entre 1962 y 1975 me especialicé en análisis financiero en el ámbito de MAPFRE, empresa dirigida por Ignacio Hernando de Larramendi que practicó una política modélica de formación de los jóvenes empleados universitarios, que me parece explica, en buena medida, el éxito espectacular de este grupo asegurador. Fui uno de los beneficiados, y en ese entorno tan favorable tuve oportunidad de asistir a los congresos de analistas financieros en el exterior, consiguiendo una formación en ese campo que, en aquellos años, podría considerarse bastante avanzada.

Especial relevancia tuvo para mí el viaje que me preparó D. Ignacio por los Estados Unidos durante varios meses, con presentaciones para visitar empresas de seguros con las que él había contactado en sus frecuentes viajes. Fue una experiencia que modificó mis ideas sobre las finanzas, las empresas y la economía. Llegué a una conclusión entonces: el nivel de desarrollo de los países depende de la capacidad de poner en marcha proyectos empresariales en un entorno competitivo. Por tanto, es fundamental la legitimación social de la figura del empresario. Esa ha sido, seguramente, la idea que más he repetido en mi actividad docente.

El trabajo, primero en MAPFRE y después en AGECO, empresa dedicada al asesoramiento financiero, implicaba el seguimiento del mercado bursátil español. Me di cuenta de que para ello era especialmente útil la lectura cómplice de la *Teoría General* de Keynes, en especial del capítulo 12 «El estado de las expectativas a largo plazo», y participé de las inquietudes del autor.

En mi vida profesional, y como una opción largamente perseguida, la actividad docente se impuso sobre el trabajo en la empresa privada. En el acceso a la docencia como actividad principal fue fundamental la ayuda y la confianza de los profesores Velarde y García Delgado. No es una trayectoria normal, casi podría calificarse como la contraria a la usual, en el sentido que lo habitual es pasar desde la docencia a otras actividades profesionales en el sector privado y no al contrario.

Esa trayectoria tiene, como casi todo, ventajas e inconvenientes. Al principio consideré que los inconvenientes superaban los aspectos favorables; con el paso del tiempo, he ido modificando ese juicio hasta llegar a pensar que la experiencia empresarial favorece la percepción de algunos aspectos de la economía, y puede llegar a compensar la menor dedicación al estudio en años de formación cruciales.

En los primeros años de la década de los ochenta ya como catedrático de la Universidad de Málaga, emprendí la lectura sistemática de la obra de Keynes recogida en los *Collected Writings*.

Si me permito este breve apunte biográfico es para informar al lector de la perspectiva con la cual leía la obra de Keynes. Es comprensible, teniendo en cuenta mi experiencia bursátil, la receptividad con las observaciones de Keynes

en torno a esta cuestión. Comencé a pensar que podría ser interesante destacar ese ángulo financiero en su obra, y poner de relieve cómo el seguimiento de los mercados influía e inspiraba sus escritos económicos. Con esa perspectiva publiqué en 1998 el libro: *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*.

Keynes, como intelectual, tenía una personalidad polifacética. El *Treatise on Probability* es anterior a su obra como economista; era culto, bibliófilo, amante del arte y tenía una prosa excelente; fue inversor, asesor y especulador en mercados monetarios, bursátiles y de mercancías. Fue periodista, profesor de Economía e intentó revolucionar la teoría económica. Intervino en los asuntos económicos, políticos y sociales de su época, y un protagonista destacado en Bretton Woods.

Hayek, que lo admiraba profundamente como persona, acusó a Keynes de su falta de formación como economista; su esposa Lydia, decía que su marido era mucho más que un economista. Por su parte, Keynes no blasonó de su título como profesor ni de la profesión de economista.

La lectura de la obra de Keynes, como la de cualquiera de los grandes maestros, se hace desde el prisma propio a través del cual se resaltan más unos temas que otros. Se presta atención a los más próximos con los que se tiene, por así decirlo, mayor afinidad.

Hicks interpretó la *Teoría General*, y lo hizo desde su propio punto de vista y, de acuerdo con él, propone el modelo IS-LM como la clave del contenido del libro. Para Hicks, el capítulo 12 es *malvado*, queda muy alejado de su foco, y le parece inútil y fuera de lugar.

Algo parecido sucede con Friedman. Admiraba a Keynes, pero no le gustaba la *Teoría General*; en cambio el *Tratado sobre la Reforma Monetaria* le parecía un gran libro. Conectaba, en definitiva, con sus propias inquietudes.

Así podría seguir con Samuelson, que pretendió integrar la obra de Keynes con su síntesis neoclásica; con Schumpeter, que veía la *Teoría General* como fruto de la falta de pulso de la artrítica economía inglesa y no como la reflexión inspirada en la Gran Depresión; con Tobin, y más recientemente MINSKY, Krugman o Shiller. Cada uno de ellos, destaca los temas con los que tiene mayor sintonía.

Lo mismo sucede en mi caso —salvando, naturalmente, las distancias—. La lectura de la obra de Keynes está marcada por mi experiencia como asesor financiero, y por el interés por las finanzas y la inestabilidad financiera.

Harrod, sin embargo, no tiene en cuenta lo que yo denomino el «sesgo financiero» de Keynes. Aunque Skidelsky y Moggridge, principales biógrafos de Keynes, sí aluden a esa faceta, no le prestan, a mi juicio, toda la atención que el tema merece.

En mi opinión, por supuesto también «sesgada», los aspectos financieros son cruciales en la obra de Keynes, pero es difícil percibir esto si no se tiene cercanía y experiencia en ese campo.

Harrod nos transmitió la idea de un Keynes volcado en su inquietud social, que dedicaba unos minutos en la cama para conectar con su agente de bolsa y hacer su fortuna. Hecho eso, se dedicaba a su vocación de reformador social y a

corresponder con lo que consideraba las obligaciones derivadas de su privilegiada cuna y formación. Las presuposiciones de *Harvey Road*.

La descripción de Harrod se comprende desde la devoción del discípulo, pero estaba muy lejos de la realidad de la vida de Keynes, que dedicó más tiempo al análisis financiero y a las inversiones propias y ajenas que al estudio de la economía.

En el plano de la Economía como disciplina, Keynes conocía muy bien la obra de Marshall y leyó mucho como editor del *Economic Journal*, pero una ventana por donde también entraba la inspiración, la formación y la información era la realidad de los mercados (monetarios, de acciones, y de materias primas, incluido el oro). A eso dedicaba buena parte de la jornada, y los temas que elige como periodista (otra actividad a la que dedicó mucho tiempo) están relacionados con la realidad que él vivía en los mercados.

Lo anterior no merma mi admiración por Keynes. Por su parte, Robertson miraba el «sesgo» financiero de su amigo con un tono irónico y crítico. Keynes fue un genio; para mí, uno de los mejores economistas de la historia, un gran patriota con auténtica vocación de reformador social y de servicio público. No está de más añadir que la libertad para manifestarse no hubiera sido posible en el puesto de funcionario que consiguió y ejerció unos meses; para ello fue fundamental la independencia económica conseguida, básicamente, en su actividad financiera.

Al final de la década de los años ochenta se produjo un acontecimiento importante: el estallido de la burbuja bursátil, inmobiliaria y bancaria de Japón que terminó con la extraordinaria expansión de la economía nipona. Desde el campo del análisis financiero se observaba con sorpresa las valoraciones de los inmuebles y de las acciones japonesas. La relación precio–beneficio (PER) de sus empresas era cinco veces mayor que el promedio de las principales bolsas mundiales. Los precios inmobiliarios alcanzaron niveles que hoy nos parecen increíbles.

Se justificaban esas valoraciones por el magnífico historial de crecimiento de las cifras de negocio y de beneficios, por la presencia de sus multinacionales en los mercados mundiales en sectores claves, y por las cuantiosas reservas ocultas en los balances de las empresas por la revalorización de activos. El crecimiento de las empresas orientado por el Estado y fuertemente apoyado por el sistema bancario, se estudiaba en las universidades americanas como ejemplo y modelo a seguir.

El desplome del mercado inmobiliario y del bursátil, y la crisis del sistema bancario fueron el preludio de dos décadas de semiestancamiento. El fenómeno atrajo mi atención y publiqué en 2003 el libro *La Burbuja Especulativa y la Crisis Económica de Japón*.

En la década de los noventa se sucedieron otros episodios de crisis financieras. La crisis del Sudeste Asiático puso de relieve los riesgos de la internacionalización de los flujos de capital; el brusco desplome bursátil de las empresas tecnológicas de Estados Unidos en 2000/2001 alertó sobre las consecuencias de las burbujas. La creciente inestabilidad financiera orientó mis trabajos en la primera década del milenio. En el 2006 publiqué *Crisis Financieras. Enseñanzas de cinco episodios*.

Cada vez que se ha producido una crisis financiera se vuelve la mirada hacia la Gran Depresión (1929–1933). El trauma de esa perturbación ha dejado tal huella en la historia de Estados Unidos que Samuelson la considera mayor que la de la guerra civil. Se revisó ese episodio con ocasión del súbito desplome de la bolsa americana en 1987; con la crisis japonesa; con el *crash* de las empresas tecnológicas; con el desastre del *Long Term Capital Management* en 1998 y, con una inquietud mayor, en la que se ha denominado Gran Recesión (2007–2009). Llego así a la génesis del presente libro.

En esta última crisis no sólo se ha vuelto la mirada hacia la Gran Depresión sino que, a diferencia de lo sucedido con las anteriores, se ha evocado, en mayor medida, la figura de Keynes. La renovada atención a las enseñanzas del economista inglés se ha centrado en su interpretación de la Gran Depresión y en sus enseñanzas al respecto.

Con estos precedentes, me ha parecido que podría ser útil revisar la experiencia de Keynes con la Gran Depresión, cómo fue descubriendo lo que estaba sucediendo, y cómo, fruto de esa reflexión, escribe la *Teoría General*. He intentado conectar la Gran Recesión con la Gran Depresión tratando de explicar las razones del *revival* de la figura y la obra de Keynes.

Al renovarse ese interés confluyen los temas que me habían ocupado hasta entonces: la obra de Keynes y las crisis financieras. Cuatro asuntos me impulsaron a escribir este libro:

- La gran dificultad y el tiempo que tardó Keynes en comprender un fenómeno sorprendente, nuevo y misterioso, hasta para alguien tan inteligente, en el momento álgido de sus facultades intelectuales, y familiarizado con las finanzas y los mercados internacionales.
- La Gran Depresión inspiró la *Teoría General*, aunque las referencias explícitas a la perturbación sean escasas en el libro.
- ¿Qué aspectos de la obra de Keynes y de sus recomendaciones se han evocado con motivo de la crisis financiera 2007–2009?
- La inquietud por la inestabilidad creciente de las finanzas que pueden provocar crisis sistémicas.

La Gran Depresión como fenómeno, y la obra de Keynes como economista son, seguramente, dos de los temas con literatura más amplia. He empleado mucho tiempo en localizar y revisar la abundante bibliografía, tratando de mantener mi propósito de acotar el ámbito del trabajo limitándolo a la Gran Depresión, a la parte de la obra de Keynes referida al análisis de ese fenómeno, y a los aspectos que se han destacado con motivo de la Gran Recesión.

Las referencias bibliográficas son muy numerosas. En muchas ocasiones utilizo literalmente los textos citados. Lo hago por tres motivos. El primero, porque, como ha insistido Schumpeter, nos inspiramos en las aportaciones de nuestros predecesores y es de justicia dejar plena constancia de ello. En segundo lugar, sigo el consejo de Montaigne y, en la mayoría de las ocasiones, el texto original refleja, mejor que mi interpretación, las ideas que pretendo expresar. Por último, he in-

tentado facilitar el acceso a los aspectos que puedan ser de interés para el posible lector mediante un Índice muy detallado del contenido del libro, además de los correspondientes a las materias y a los autores citados.

Hago referencia a otras publicaciones mías anteriores, sobre todo en notas a pie de página, por si el lector deseara extenderse en algún asunto concreto, lateral en la exposición, pero también importante, que había tratado en otros escritos.

# 1 ECONOMISTAS INTERESADOS EN EL PAPEL DE LAS FINANZAS EN EL SISTEMA ECONÓMICO. CONEXIONES ENTRE SCHUMPETER, SIMONS, MINSKY Y KEYNES

---

## 1. SCHUMPETER-MINSKY

Con la crisis financiera 2007-08 se han revitalizado las aportaciones de Minsky y Keynes. El primero murió en 1996; su obra gira en torno a la inestabilidad financiera, buscando apoyo en la de Keynes, y ofreciendo una interpretación alternativa y original de la Teoría General. Un vínculo que une a Schumpeter, Simons, Minsky y Keynes es su interés por las finanzas, pero el foco de atención de cada uno es matizado por su procedencia (Austria, Estados Unidos y Reino Unido), por el centro universitario y los maestros que tuvieron, por los problemas de su tiempo y por su experiencia laboral y profesional. Aunque Keynes fue su principal inspirador, Schumpeter y Simons tuvieron también una influencia significativa en la formación de Minsky y en su orientación hacia el análisis del ciclo económico y del sector financiero.

CAMERON (1972: 6) ha señalado que Schumpeter es el primer economista moderno que estudió la relación entre banca y desarrollo económico considerando al sistema bancario como uno de los dos agentes clave, el otro es el empresario. En los países en desarrollo, los bancos no sólo actúan como simples intermediarios, sino que su papel es la provisión de talento empresarial y servir de guía para la economía en conjunto. El banquero ocupa el lugar central del proceso: «El banquero es, por tanto, menos intermediario que productor de la mercancía poder de compra... y ha reemplazado a los capitalistas privados o bien se ha hecho su agente; se ha convertido en el capitalista por excelencia» (SCHUMPETER, 1912: 84).

Conviene poner énfasis en el papel que Schumpeter asigna al crédito. No se trata solamente de que el crédito sea fundamental para el desarrollo ordinario de los negocios ya en marcha. Lo importante es que se facilita la financiación para la creación de nuevas empresas; el asunto clave es el apoyo al liderazgo y al impulso de nuevos negocios más que al empresario establecido (YUEH, 2018: 177).

De su concepción activa del sistema bancario en el desarrollo económico no se sigue que Schumpeter sea partidario de la participación accionaria de los bancos en las empresas comerciales e industriales, al menos en su madurez. En su obra *Business Cycles* (1939: 118) señala de manera nítida que «los bancos y sus directivos no deben tener participación alguna en los beneficios de las empresas más allá del derivado del contrato de préstamo». Apela, en este sentido, a la banca inglesa que ha mantenido esa separación: «Pero debe añadirse a la lista la independencia:

los bancos deben ser independientes de los políticos... la función del banquero es esencialmente crítica, controladora y admonitoria».

Como ha sintetizado MADARÁSZ (1980: 231), el banquero según Schumpeter:

«Llega a ser el “capitalista por excelencia”, financia nuevas combinaciones mediante el crédito, que es poder de compra creado de la nada. El banquero es, en todos los sentidos, no sólo el socio necesario en el proceso de producción, sino incluso más que eso. Es el que toma la decisión final respecto a las actividades del empresario, soportando el riesgo. El banquero tiene la mayor parte de las funciones, y el poder que en la economía política clásica y en la teoría marxista, se corresponden con el capital y el capitalista».

El libro *Teoría del desenvolvimiento económico* (1912)<sup>1</sup> tiene su origen en el trabajo hecho en 1905 sobre la crisis económica. Una idea fundamental es que sin bancos no hay desarrollo económico. La recepción del libro no estuvo a la altura de las esperanzas de Schumpeter por tres razones: 1) Poco después de publicarse, la primera guerra mundial era el foco del interés del público, que no estaba para prestar atención a la teoría económica; 2) La traducción inglesa se publicó en 1934; 3) No fue bien recibido por los economistas alemanes, de forma particular por Böhm-Bawerk (SWEDBERG, 1991: 39). Como ha señalado VON MISES (1949: 70), la economía política austriaca es una teoría de la acción humana, y Schumpeter no puede contarse entre sus representantes. «Es sintomático que en su primera obra reconozca su afinidad con Wieser y Walras y no con Menger y Böhm-Bawerk. Para él, la economía política es una teoría de las cantidades económicas y no una teoría de la acción humana»<sup>2</sup>.

En la década de 1940, Schumpeter revisó sus ideas respecto a los bancos y las empresas, enfatizando las particularidades nacionales y el nuevo clima en el cual los empresarios, con mayor capacidad de autonomía financiera, desconfiaban del exceso de interferencia de los banqueros (*Ibid.*: 173, 174).

Estas ideas de Schumpeter respecto al protagonismo de la innovación, los empresarios y los bancos, así como el papel fundamental del crédito en la vida de las empresas, orientaron investigaciones numerosísimas en la década de los noventa del pasado siglo que pusieron el acento en los efectos positivos de las finanzas sobre el desarrollo económico. Los tres trabajos de KING y LEVINE (1993: a, b, c) revisan las ideas de Schumpeter poniendo el acento en el papel activo de las instituciones financieras, imponiéndolo a la visión tradicional que asignaba a estas un papel pasivo. Recuérdese el *dictamen* de J. Robinson de que la banca seguía a la industria (1979: 20).

---

<sup>1</sup> Su biógrafo R. SWEDBERG (1991) aclara que se publicó en 1911 pero aparece 1912 en primera edición; sin embargo, se ha mantenido 1912 en los títulos de crédito de las ediciones sucesivas, así como en la edición española de donde tomo las referencias.

Según ELLIOT (1985: 353): «Una segunda edición en alemán, que incorpora modificaciones en la exposición, pero no cambios sustantivos, apareció en 1926. La traducción inglesa se hizo a partir de una tercera edición en alemán y fue una reimpresión de la segunda edición, publicada por Harvard University Press en 1934».

<sup>2</sup> El lector interesado en el tema puede recurrir a SIMPSON (1983).