

# La economía, las finanzas y la desigualdad

LECCIÓN INAUGURAL  
DEL CURSO ACADÉMICO 2023-2024

Pronunciada por el  
Dr. don URBANO MEDINA HERNÁNDEZ  
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad

13 de septiembre, 2023

SERVICIO DE PUBLICACIONES  
UNIVERSIDAD DE LA LAGUNA, 2023

*Colección:*  
PUBLICACIONES INSTITUCIONALES

*Serie:*  
LECCIONES INAUGURALES/26

*Edita:*  
Servicio de Publicaciones  
UNIVERSIDAD DE LA LAGUNA  
Campus Central  
38200 La Laguna. Santa Cruz de Tenerife  
Teléfono: +34 922 319 198

*Diseño editorial:*  
Jaime H. Vera.  
Javier Torres. Cristóbal Ruiz.

1.<sup>a</sup> edición: 2023  
*Prohibida la reproducción total o parcial  
de esta obra sin permiso del editor*

*Preimpresión:*  
SERVICIO DE PUBLICACIONES

*Impresión:*  
GRÁFICAS SABATER

Depósito Legal: TF 832/2023

# ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	9
2. LOS PRINCIPIOS ECONÓMICOS.....	11
3. LOS GRANDES MOMENTOS ECONÓMICOS.....	18
4. ADENTRÉMONOS EN LAS FINANZAS.....	26
4.1. DON DINERO... ¿SERÁ POSIBLE QUE MUEVA EL MUNDO?.....	27
4.2. ¿NOS ATREVEMOS A HABLAR SOBRE LA INCERTIDUMBRE?: EL GRAN PROBLEMA DE LAS FINANZAS.....	30
4.3. PRESTEMOS ATENCIÓN A LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS. ¿SON EFICIENTES LOS MERCADOS FINANCIEROS?.....	37
5. ¿HA AVANZADO LA TEORÍA FINANCIERA?.....	41
5.1. LA TEORÍA DE LA AGENCIA.....	41
5.2. LAS FINANZAS CONDUCTUALES.....	42
5.3. LAS ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN.....	47
5.4. EL ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS BURBUJAS.....	47
5.6. LA ECONOMÍA DE LA INNOVACIÓN.....	50
6. ¿ESTÁN LAS FINANZAS AL SERVICIO DE LA CALIDAD DE VIDA? ¿CONTRIBUYEN A REDUCIR LA BRECHA DE LA DESIGUALDAD?..	52
Bibliografía.....	63



Excelentísimo señor presidente del Gobierno de Canarias,  
excelentísimo señor rector magnífico de la Universidad de La  
Laguna,  
excelentísimas e ilustrísimas autoridades,  
miembros de la comunidad universitaria,  
compañeras y compañeros, amigas y amigos claustrales,  
señoras y señores:

## 1. INTRODUCCIÓN

Cuando pensé en el tema para esta lección tenía dos opciones: una, plantear los avances actuales del área de conocimiento y en concreto en el campo donde he desarrollado mi actividad universitaria, que es en la Economía Financiera (cuestión ésta que entiendo resultaría tediosa para los asistentes); y otra de las opciones, reflexionar en qué medida hemos dado respuesta, desde nuestra disciplina, a los problemas que hoy surgen en la sociedad. Ya sé que en ello ha influido mi grado de madurez en términos nominales. ¿Por qué línea he optado? Pues me he decantado por la segunda de las opciones. Así, intentaré relacionar la economía y sus postulados con los problemas económicos que nos preocupan, para relacionar al final las Finanzas con el gran tema de estos tiempos que es la desigualdad.

Estamos viviendo en estos momentos un cambio de ciclo en el orden social, político y, por supuesto, en el económico. En la segunda década del siglo XXI se están produciendo cambios en el comercio internacional (replanteamiento de la política de fronteras), una clase media y unas élites afectadas por la situación económica, gran desigualdad por otra parte como contraste, auge del populismo en muchos países y efectos nocivos en el ámbito social de todo el proceso de globalización. La caída del orden

neoliberal, tal como lo plantea Gerstle (2023), desde el orden del *New Deal* que surgió en Estados Unidos entre 1930-1940, al orden neoliberal que surgió entre 1970-1980, que experimentó una caída en la década de 2010<sup>1</sup> hace que asistamos hoy a un replanteamiento de algunos axiomas que presidían esos momentos. Estos cambios y las evidentes incertidumbres de la época actual me han llevado a hacer un recorrido por los postulados económicos que nutren el desarrollo económico, sobre todo a comienzos del siglo xx, y la respuesta que dan las Finanzas. Este proceso de cambio que vivimos hoy está provocando, todo el mundo está de acuerdo, una brecha en la sociedad que está generando una desigualdad preocupante. Intentaré hacer algunas reflexiones en torno a esto. Si la economía y las Finanzas no sirven para que la gente viva bien, ¿para qué sirven? A esta reflexión llegó muchísimo antes Keynes aunque en unos momentos mucho más difíciles.

Comencemos por tanto con la economía.

Al hablar de economía, Marshall la asimiló a un *organon*, expresión griega que significa herramienta, para indicar que más que un conjunto de verdades era un *motor de análisis* diseñado para alcanzar la verdad y, como la propia palabra indica, un instrumento que nunca sería absolutamente perfecto (Nasar, 2012, 17). Keynes consideraba la economía un *aparato de la mente* cuyo cometido, como cualquier otra ciencia, era analizar el mundo moderno y aprovechar al máximo sus posibilidades (Nasar, 2012, 17).

Entre los más actuales, por ejemplo Krugman (1998), hace la siguiente distinción al hablar de economía:

En economía hay tres tipos de escritos: en griego, el de sube y baja y el de aeropuerto.

El escrito en griego –de manera formal, teórica, matemática– es como se comunican los profesores. Al igual que cualquier campo académico, la economía tiene su buena parte de escritores mercenarios y falsos, que utilizan un lenguaje complicado para ocultar la vulgaridad de sus ideas. También comprende grandes pensadores, quienes utilizan el lenguaje especializado de la disciplina como un modo eficiente de expresar visiones profundas...

---

<sup>1</sup> La estanflación o estancamiento de la inflación precipitó la caída del orden del *New Deal* en la década de 1970 y la Gran Recesión de 2008-2009 desencadenó la fracturación del orden neoliberal en la década de 2010. Véase GERSTLE, G. (2023, 13).

La economía del sube y baja es lo que uno encuentra en las páginas empresariales de los periódicos o incluso en televisión...

La economía del aeropuerto es el lenguaje de los *best-sellers* sobre economía [...] La mayoría de esos libros predice un desastre: una nueva gran depresión, el aplastamiento de la economía de EE. UU. por las multinacionales japonesas, el hundimiento de la moneda estadounidense...

Tirole (2017, 19) lo reduce prácticamente a un párrafo:

La economía tiene como objeto ir más allá de las apariencias. Es una lentilla que modela nuestra mirada sobre el mundo y nos permite mirar más allá del espejo.

Stiglitz (2019, 30) alude al sentido práctico de la disciplina:

... la economía es, sin duda, un medio para alcanzar un fin, no un fin en sí mismo.

Podríamos seguir con múltiples definiciones pero haría extenso el tema. Lo que sí es cierto es que en las ciencias sociales, a diferencia de las ciencias naturales, existe una variedad de opiniones en las disciplinas que la integran, de manera que es algo engañoso hablar de paradigmas dominantes<sup>2</sup>.

## 2. LOS PRINCIPIOS ECONÓMICOS

La economía, desde la publicación del primer libro moderno de economía en 1776, *La riqueza de las naciones (An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations)* de Adam Smith<sup>3</sup>, se ha nutrido de una serie

---

<sup>2</sup> Todos los planteamientos buscan un instrumento intelectual que permita resolver lo que Keynes denominó «el problema político de la humanidad: cómo combinar tres principios: la eficiencia económica, la justicia social y la libertad individual», citado en NASAR, S. (2012, 17).

<sup>3</sup> El 9 de marzo de 1776, los impresores londinenses William Strahan y Thomas Cadell publicaban el libro de Adam Smith (1776), el autor era un profesor de Filosofía Moral en la Universidad de Glasgow. La publicación en español

de principios que constituyen los antecedentes de la disciplina. Haremos breves comentarios a estos principios.

Hasta el siglo XIX la economía no tenía un cuerpo autónomo y formaba parte de ese gran campo de las ciencias humanas y sociales. El salto a esa autonomía como materia lo propicia una hipótesis que es una especie de ficción: el *Homo Economicus* que se basaba en lo siguiente:

Los que toman decisiones (trátase de los distintos individuos o grupos como consumidores, empresas, instituciones, etc.) actúan de forma racional de acuerdo con sus intereses y esto viene dado por la información de que disponen<sup>4</sup>.

El cumplimiento de esta hipótesis llevaba consigo que los individuos, actuando con su interés particular, perseguían el interés general de la sociedad. Otra de las hipótesis es que disponen de suficiente información y veraz, pero aportaciones posteriores ponen en cuestión que esta información sea suficiente o que puede estar manipulada (los avances teóricos de la teoría de juegos y las asimetrías de la información suponen un cuestionamiento de esta hipótesis)<sup>5</sup>.

En el cumplimiento de la hipótesis se da una condición: los objetivos particulares de los individuos coinciden con los objetivos colectivos. Los incentivos distorsionan las motivaciones y puede que no generen ningún valor para la sociedad sino al contrario, efectos negativos.

---

figura en diversas editoriales y lleva por título *La riqueza de las naciones*. Uno de los méritos de Adam Smith es el haber contribuido a independizar para siempre los tratados sobre economía de la filosofía o moral, y llevarlos, de forma sistemática, a la consideración de un sistema racional.

<sup>4</sup> Arrow y Debreu usando el análisis walrasiano, explicaron cuáles eran las condiciones para que la afirmación de Smith se cumpliera, ARROW, K. y DEBREU, G. (1954). Véase GREENWALD, B. y STIGLITZ, J.E. (1986). Greenwald y Stiglitz en este trabajo demostraron que incluso las pequeñas imperfecciones de información (y especialmente las asimetrías de información, cuando una persona conoce una información que otras desconocen) cambian radicalmente la naturaleza del equilibrio del mercado.

<sup>5</sup> La teoría de la información se basa en que las decisiones de los actores económicos están coaccionadas por la limitada información de que disponen.



Sandel (2013) recoge un ejemplo ilustrativo de lo que estamos comentando:

Pagar a un niño por leer un libro o aprobar un examen puede, efectivamente, incitar al niño a leer ese libro o a preparar bien ese examen; pero ese efecto, beneficioso a muy corto plazo, puede desaparecer a continuación, pues las ganas de aprender del niño disminuirán cuando se suprima la recompensa. La política incentivadora es, en este caso, contraproducente. Podemos privar al niño para siempre del valor de la lectura. Los mercados no son inocentes.

Como planteaba Keynes (1926, 287-288), la hipótesis de la coincidencia de los intereses privados y sociales no es cierta, no se puede afirmar que los individuos tengan una libertad individual. No es una deducción correcta la siguiente: hay un principio de la economía que se basa en que el interés particular con suficiente información lleve consigo el interés público<sup>6</sup>.

En la economía no actúa una *mano invisible*, que es la que movía las actividades comerciales para lograr un beneficio mutuo. Es cierto que numerosas manifestaciones económicas se basan en decisiones racionales, pero no siempre. Como planteaba Keynes, en el mercado surgen numerosas actividades que están impregnadas por *espíritus animales* (Akerlof y Shiller, 2009, 10). La causa del desempleo involuntario es el resultado de la actuación de estos espíritus animales.

En 1906, Fisher declaró que el *Homo Economicus* había muerto y calificó la doctrina del *laissez-faire* de ideología caduca. Fisher decía que los principios básicos de la teoría liberal –es decir, que el individuo es quien mejor puede juzgar su propio interés y que la búsqueda del interés propio lleva al máximo beneficio para la sociedad– no eran correctos (Nasar, 2012, 192).

Otro de los principios utilizados en la economía clásica es que las sociedades se encontraban en la lógica de la escasez. Al ser los recursos

---

<sup>6</sup> El *laissez-faire* había parecido funcionar en los siglos XVII y XVIII, sostenía Keynes, porque el favoritismo corrupto de los monarcas europeos había sido tan disfuncional que despojar a estos de la autoridad económica había resultado una clara mejora. Pero una vez apartados los monarcas del camino, la sociedad tenía que afrontar problemas que no podían ser resueltos por individuos que actuaran solos y sin coordinación en un mercado. Véase CATER, Z.D. (2021).

siempre escasos no había restricciones de la demanda y coincidía normalmente con la oferta. Como planteaba Ricardo<sup>7</sup>, la demanda solo está condicionada por la producción. O, tal como planteaba Say<sup>8</sup>, la oferta genera su propia demanda<sup>9</sup>. Si se cumplen, esta hipótesis se da en la economía el pleno empleo.

Una definición de Robbins (1932, 6) que responde a este planteamiento y que muchos hemos oído:

La economía es la ciencia que estudia el comportamiento humano como una relación entre fines y medios escasos que tienen usos alternativos.

La aplicación del equilibrio general fue el paradigma dominante durante muchos años, basada en un equilibrio entre la oferta y demanda y ello se lo debemos a Walras por formular esa teoría<sup>10</sup>. Los precios de mercado tienden a este equilibrio de acuerdo con el equilibrio de la oferta y demanda, hipótesis ésta basada en la física newtoniana utilizando numerosos cálculos lógicos y matemáticos, así establece generalizaciones para predecir fenómenos económicos (Soros, 2008, 91-92). Se alcanza el punto de equilibrio cuando cada empresa produce a un nivel en que su coste marginal iguala el precio de mercado, y cada consumidor compra una cantidad cuya utilidad marginal iguala el precio de mercado<sup>11</sup>.

En las materias que impartimos relacionadas con las Finanzas con mucha frecuencia utilizamos la elección racional, analizamos el comportamiento de los agentes económicos y describimos sus objetivos. En este punto, los agentes pueden tener diversos perfiles, pueden ser tremendamente egoístas y propensos a obtener ganancias o pueden

---

<sup>7</sup> Una de sus obras más importantes RICARDO, D. (1821). Fue publicada por primera vez en 1817.

<sup>8</sup> La célebre Ley de los Mercados (*loi des débouchés*).

<sup>9</sup> En un mundo de escasez, el problema económico era cómo producir las cosas suficientes, no que pudiera existir una falta de demanda para las mismas. Así, la economía se convirtió en el estudio de las leyes que rigen la asignación de la producción entre los diferentes usos.

<sup>10</sup> WALRAS, L. (1883). Véase también STIGLITZ, J.E. (2010).

<sup>11</sup> Esta línea de argumentación sirvió como base teórica para las políticas de *laissez-faire* del siglo XIX y también está en el origen de la creencia en la magia de los mercados.

pretender solo reconocimiento social, en cualquier caso, actúan a favor de su propio interés. En ciertas ocasiones tienen algunos sesgos, cometiendo errores en su planificación<sup>12</sup>. Al utilizar en Finanzas la teoría de las expectativas racionales cometemos el error de no entender cómo funcionan los mercados financieros. Éstos no se autorregulan y no es verdad que tienden al equilibrio<sup>13</sup>.

La determinación del precio actual de las acciones de una compañía, por ejemplo, viene influido por las expectativas sobre cuál será el precio hasta el final de los tiempos. En este caso, el supuesto crítico de las expectativas racionales no es la competencia perfecta, sino la información perfecta.

Para Keynes<sup>14</sup>, el punto débil de la teoría clásica era la ley de Say (2001) (contemporáneo francés de Adam Smith), que él resumía con la máxima de que la oferta crea su propia demanda y aunaba tres problemas que Keynes había identificado en la economía clásica: el obsoleto énfasis en la escasez, la noción de que los mercados se corrigen por sí

---

<sup>12</sup> Los sesgos no contestan la validez de la teoría de la elección racional pues define las elecciones normativas (las elecciones que debería hacer para responder a su interés individual) pero explican por qué en ocasiones no hacemos estas elecciones. Dos proposiciones formales subyacen a la hipótesis de las expectativas racionales. La primera, que el valor previsto de una variable (por ejemplo, el precio de unas acciones o de una vivienda) es igual al valor pronosticado por el modelo de predicción más un término de error aleatorio que representa el papel de lo que queda de la ignorancia o de la incompetencia. La idea principal radica en que, al darle forma a las expectativas, los individuos racionales utilizarán con eficacia toda la información de la que disponen, algo que, en general, se suele entender como que se comportan de modo coherente con los modelos que generan las predicciones. La segunda, que el modelo económico que utilizan los agentes para realizar sus predicciones es el correcto, es decir, que la economía se comporta del modo vaticinado por el modelo, una suposición que, a su vez, supone que el universo, con el tiempo, es estable: que el futuro puede ser inferido a partir del pasado y del presente, SKIDELSKY, R. (2013).

<sup>13</sup> La creación de algunos instrumentos sintéticos y modelos de valoración se basan en estas hipótesis y han llegado a desempeñar un papel dominante en los mercados financieros, SOROS, G. (2008, 38-39).

<sup>14</sup> KEYNES, J.M. (1936). Véase una edición en castellano *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, 1965.

solos, y la idea de que el desempleo involuntario es imposible (Carter, 2021, 285-286).

La obra de Marshall, *Principios de economía*<sup>15</sup>, presenta un nuevo planteamiento que se apartaba de las aportaciones realizadas por Smith, Ricardo y Mill, así como de Marx (1867). Marshall interpretó que la competencia propicia en las empresas una mayor productividad y consecuentemente se traduce en sueldos más altos y precios más bajos<sup>16</sup>. De esta forma, las personas pueden mejorar su nivel de vida incidiendo sobre su productividad (Nasar, 2012, 196-197).

En general, al modelo de los mercados perfectos se le llama *modelo neoclásico*<sup>17</sup>. Se supone que la economía es una ciencia predictiva, aunque muchas de las predicciones más importantes de la economía neoclásica puedan ser fácilmente refutadas. La más obvia es la de que no hay desempleo. Hasta casi el final de la década de los ochenta, la teoría del crecimiento económico dominante, conocida como *modelo neoclásico*, consistía en un proceso de crecimiento basado en la acumulación de capital. La versión más elegante del modelo neoclásico fue desarrollada por Solow (1956), trabajo por el que fue galardonado con el Premio Nobel en 1987.

En todo este breve recorrido ¿qué ha aportado Keynes?, ¿qué influencia ha tenido en la Academia? ¿Estamos reviviendo a Keynes?

La vida de Keynes<sup>18</sup> estuvo llena de puntos de inflexión. Pocos ciudadanos del siglo xx se reinventaron con la regularidad con que lo hizo Keynes en el transcurso de sus casi sesenta y tres años de vida (Carter, 2021, 15).

---

<sup>15</sup> MARSHALL, A. (1890). En 1997 se hizo una publicación por Prometheus Books.

<sup>16</sup> Consagraron a Marshall como un líder intelectual y una autoridad a la que acudía el gobierno cuando necesitaba consejo... Su obra retrataba la ciencia económica no como un dogma, sino como un aparato de la mente, NASAR, S. (2012, 112).

<sup>17</sup> El término neoclásico se suele utilizar para distinguirla de los clásicos como David Ricardo, Adam Smith, etc.

<sup>18</sup> «Nacido en 1883, el mismo año que Joseph Schumpeter, Keynes procedía de una familia de Cambridge en la que había numerosos académicos y que estaba vinculada por amistad y matrimonio con otras prestigiosas dinastías intelectuales, como los Darwin, los Ramsey, los Maurice, los Stephen y los Strachey. Su padre, Neville Keynes, era catedrático de filosofía moral e íntimo amigo de Alfred

El libro *Las consecuencias económicas de la paz* era una crítica feroz a los firmantes y advertía que los acuerdos financieros impuestos a los países que habían perdido la guerra llevarían a Europa a la ruina económica, la dictadura y la guerra como así fue<sup>19</sup>. Este libro que abordaba fundamentalmente temas políticos, su introducción en la teoría económica fue el libro publicado en diciembre de 1923, *Breve tratado sobre la reforma monetaria* y en 1930 se publicó *Tratado sobre el dinero*, que recoge, entre otras cosas, un diagnóstico de la Gran Depresión.

En el ámbito político, Keynes ejerció una gran influencia. Un ejemplo es la ejercida sobre políticos como Roosevelt<sup>20</sup> sobre todo a través de su gran obra publicada en 1936, la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*<sup>21</sup>.

---

Marshall. Su madre, Florence, que en 1932 llegó a ser alcaldesa de Cambridge, participaba activamente en la política local y en diversas obras filantrópicas. Fueron unos progenitores inteligentes, cariñosos y atentos con Keynes y sus dos hermanos menores», NASAR, S. (2012, 269).

<sup>19</sup> «Las consecuencias económicas de la paz, sigue siendo todavía hoy un hito en el ámbito de la teoría política y una de las obras de literatura económica emocionalmente más fascinantes de toda la historia. Como los mejores trabajos de Keynes, no es en esencia una obra de economía, sino un libro que aborda el gran problema político del siglo XX, una furiosa diatriba contra la autocracia, la guerra y los políticos débiles. Es a la vez un grito de ira dirigido contra los hombres más poderosos del mundo y una ominosa profecía de la violencia que volvería a azotar el continente en los años venideros», CARTER, Z.D. (2021, 117).

<sup>20</sup> El New Deal no salvó al capitalismo en el sentido de que restableciera un idílico estado de cosas que supuestamente había prevalecido antes del desplome bursátil de 1929; lo que hizo fue crear una forma de gobierno completamente nueva e inédita. Y la Teoría General proporcionó a aquellos reformadores legitimidad intelectual: la garantía científica de que una reorganización democrática y más igualitaria de la sociedad no solo resultaba económicamente posible, sino que, de hecho, era necesaria para lograr una prosperidad ampliamente compartida. El éxito del New Deal, además, vino a reforzar el prestigio de Keynes en todo el mundo, y demostró a todos que las ideas keynesianas ciertamente podían funcionar sin la menor necesidad de recurrir a los métodos totalitarios que se extendían en Europa, CARTER, Z.D. (2021, 332).

<sup>21</sup> Hay varias publicaciones en castellano, citamos una: KEYNES, J.M. (1965).

Keynes ejerció una gran influencia entre los académicos como Galbraith<sup>22</sup>. En el plazo de unos años Harvard produjo una nueva generación de académicos keynesianos que a la larga resultarían extremadamente influyentes por derecho propio, entre ellos los premios Nobel, Tobin y Samuelson<sup>23</sup>. No solo en Harvard sino en otras universidades había una gran cantidad de keynesianos con bastante reputación, recordemos aquí a Modigliani, que con el tiempo sería galardonado con el Premio Nobel por sus aportaciones financieras.

No obstante, las ideas keynesianas tuvieron su contestación, el ejemplo más enigmático es el de Hayek. Su libro *Camino de servidumbre*, se consideraría con el tiempo uno de los textos fundacionales del conservadurismo moderno.

### 3. LOS GRANDES MOMENTOS ECONÓMICOS

La economía es una disciplina cuyo objeto de análisis es el comportamiento de los individuos así como de sus sociedades y en este sentido los hechos o los grandes momentos económicos constituyen un laboratorio de interés para su análisis. Es verdad que los momentos económicos surgidos en nuestra historia que podemos citar son muchos pero comentaremos a continuación por su relevancia tres: *la Revolución Industrial, la Crisis de 1929 y la Crisis de 2008*.

Con relación a la Revolución Industrial, ésta provocó un salto decisivo en nuestra sociedad y fue la productividad (Mokyr, 1999). La

---

<sup>22</sup> En la década de 1950, Galbraith escribió tres libros: *Capitalismo americano, el crash de 1929 y la sociedad opulenta*. Mientras muchos keynesianos empezaban a asumir papeles discretos como especialistas, Galbraith aspiraba a ser el gran pensador que había sido Keynes: periodista, profesor, asesor de presidentes y artífice de una nueva era económica. GALBRAITH, K. (1956), GALBRAITH, J.K. (1985) y GALBRAITH, J.K. (2008).

<sup>23</sup> La aceptación generalizada de las ideas de Samuelson, en especial de sus puntos de vista sobre la inflación, tendrían importantes consecuencias en la formulación posterior de las políticas keynesianas en la década de 1960. *La Economía* de Samuelson se convirtió en uno de los libros académicos de mayor éxito editorial del pasado siglo. En vida de Samuelson se hicieron diecinueve ediciones y se vendieron millones de ejemplares.

sociedad no alcanzaba otro nivel que la subsistencia, salvo evidentemente la nobleza, y esta era la tónica general desde la agricultura (Wade, 2014, 162). ¿Qué ocurría?: cuando aumentaba algo la productividad, crecían los nacimientos, comiéndose los excedentes y en una generación volvían a vivir en torno al hambre. Esta situación es la *trampa malthusiana*<sup>24</sup>.

Con relación a los argumentos que se utilizan para explicar la Revolución Industrial, quizás una de las más convincentes es la fundamentada de acuerdo al proceso de cambio que experimentó la educación (acelerando el ritmo de innovación en la sociedad) al extenderse a las distintas capas de la sociedad, constituyendo un elemento decisivo en el desarrollo de nuestras economías. Por tanto, la generalización de la educación representó un avance superior a la propia automatización de la industria (Galor, 2022, 86).

Y en cuanto al avance de las Finanzas:

El desarrollo financiero tuvo un papel central en la estimulación de la innovación y en hacer posible el despegue industrial en la Europa del siglo XIX: la creación de bancos comerciales y de desarrollo, la aparición del financiamiento mediante la emisión de acciones y el mercado bursátil y la creación de sociedades de responsabilidad limitada fueron novedades financieras que realmente ayudaron a la innovación y a asumir riesgos, de tal forma que permitieron un crecimiento fuerte y sostenido nunca jamás visto en el mundo antes de 1820 (Aghion, Antonin, Bunel, 2021, 71).

Galor condiciona el avance que han sufrido algunos países a las instituciones y las distingue entre extractivas e inclusivas:

Los académicos se refieren a las instituciones que permiten a las élites monopolizar el poder y perpetuar la desigualdad como instituciones extractivas. En cambio, las instituciones que descentralizan el poder político, protegen los derechos de propiedad y fomentan la empresa privada y la movilidad social se consideran instituciones inclusivas... (Galor, 188). ... La existencia de instituciones inclusivas podría explicar en parte por qué la Revolución Industrial comenzó en Gran Bretaña y no en otro lugar, mientras que la presencia de instituciones extractivas podría arrojar luz sobre por

---

<sup>24</sup> MALTHUS, T.R. (2016).

qué algunas partes del mundo previamente colonizadas siguen rezagadas décadas después de su liberación oficial del dominio colonial (*ibid.*, 190).

Con la perspectiva que da la historia, podemos afirmar que la Gran Depresión (la crisis de 1929) fue el hecho económico trascendental del siglo pasado y sobre todo por la tragedia social que generó<sup>25</sup>. El desempleo se generalizó en todos los continentes, y, en este sentido, la década de los treinta supuso una desgracia económica con consecuencias graves: la Segunda Guerra Mundial (Akerlof y Shiller, 2009, 8). La confianza y la propia economía no se recuperaron hasta que la Segunda Guerra Mundial transformó por completo la vida de las personas y la economía.

El momento álgido de la euforia financiera fue en 1929, pero lo cierto es que el alza en el mercado era la tónica general, con un desfreno en las inversiones y sobre todo un entusiasmo masivo sobre la bolsa de valores<sup>26</sup>. El mercado al alza de los años veinte fue aparentemente un momento de relativo entusiasmo público e interés por la bolsa, y el entusiasmo pareció alcanzar su momento álgido en 1929 con el mercado (Shiller, 2015, 267). En aquellos momentos daba la impresión de que el mercado crecía inexorablemente<sup>27</sup>. En esta época fue famosa la frase de Fisher: las ganancias habían alcanzado una meseta permanentemente alta y que, de hecho, podían aumentar más. Se equivocó, claro, la Gran Depresión se intensificó en todo el mundo<sup>28</sup>.

Ya en esta época Keynes atribuía a los bancos la responsabilidad de responder de los ahorros de los ciudadanos y en esta línea planteaba

---

<sup>25</sup> «Las crisis en los países en vías de desarrollo se han producido con una regularidad alarmante –de acuerdo con un recuento, ha habido 124 entre 1970 y 2007», STIGLITZ, J.E. (2010).

<sup>26</sup> En esta época Keynes escribió el *Tratado sobre el dinero*, que era la síntesis de dos proyectos distintos: una historia económica del mundo desde la Prehistoria hasta 1930 y un peculiar diagnóstico de la Gran Depresión. Una traducción al castellano se pude encontrar en KEYNES, M. (1996).

<sup>27</sup> Llevaban tres meses subiendo los tipos de interés desde unos niveles que ya eran altos para los estándares históricos. Pero ni siquiera los elevados tipos de interés frenaban el entusiasmo por la que se había convertido en una de las inversiones de capital con mejor rendimiento del mundo bancario neoyorquino.

<sup>28</sup> Véase el trabajo de Galbraith que relata gráficamente las locuras del boom, GALBRAITH, J.K. (1985).



que el deber de los mismos era que se ajustaran a la capacidad de inversión, por tanto tenía que haber un equilibrio entre ahorro e inversión. ¿Y cómo se lograba esto?: pues estableciendo un sistema de tipos de interés que cumpliera esta regla. Con esto se lograba el pleno empleo. Si no se hacía así, ¿qué consecuencias se producirían en la economía?: si la inversión excedía el ahorro, habría inflación. Y lo contrario sería una recesión (Carter, 2021, 214-215).

La mayoría de los historiadores económicos reconocen que, del mismo modo que nadie fue capaz de anticipar la Gran Depresión basándose en otras depresiones anteriores, nadie podría haberla predicho a partir de cualquier teoría vigente. A posteriori, los estudiosos actuales han achacado el problema a errores cometidos por la Reserva Federal, el desplome de la confianza y el gasto de consumidores y empresas, y a la oleada de ventas a la baja por parte de inversores asustados (Nasar, 2012, 353-354).

La Gran Depresión generó una desigualdad elevada propiciando cambios profundos en las relaciones laborales. Las instituciones financieras sufrieron una inestabilidad elevada y el contrato social vigente sufrió cambios impredecibles<sup>29</sup>.

El papel de la prensa como desencadenante del crac bursátil de 1929 se ha estado debatiendo prácticamente desde el momento en que éste se produjo. De hecho, el rompecabezas al que se enfrentan los historiadores y los economistas ha sido, según algunas interpretaciones, que justo antes del crac no hubo absolutamente ninguna noticia significativa (Shiller, 2015, 235).

Cuando hablamos de la crisis de 2008 nos acordamos de la expresión de Isabel II reina de Inglaterra:

Es horrible, ¿cómo nadie lo vio venir?

---

<sup>29</sup> Véase AKERLOF, G.A. y SHILLER, R.J. (2009, 119). «Muchos acontecimientos del pasado están profundamente arraigados en la naturaleza humana, que continúa teniendo la misma fuerza poderosa de siempre. A la gente le sigue preocupando mucho la equidad, es igual de vulnerable ante la tentación de la corrupción, continúa sintiendo rechazo cuando se entera de acciones reprobables cometidas por otras personas, sigue sin comprender bien la inflación y todavía está bajo el influjo de historias vacías de contenido en lugar de pararse a reflexionar sobre la economía», AKERLOF, G.A. y SHILLER, R.J. (2009, 127). .

La quiebra de *Lehman Brothers*<sup>30</sup> supuso una luz roja, al menos para el gran público, los hechos se sucedieron con caídas generalizadas de las bolsas. La crisis de liquidez tuvo como resultado una crisis de solvencia. La caída de las bolsas y los bancos llevó en cadena a la crisis de empresas y en general de toda la economía<sup>31</sup>. A diferencia de la Gran Depresión, los gobiernos han introducido paquetes de medidas de reactivación, que al menos han aliviado en parte los efectos de la recesión que no llegó a convertirse en una depresión profunda como la anterior.

La burbuja inmobiliaria se creó por la titulización<sup>32</sup> y las hipotecas *sub-prime*, las concedidas a familias de bajos ingresos y sin historial crediticio<sup>33</sup>, repartiéndose con este procedimiento los riesgos<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> «Cuando *Lehman Brother* tuvo que declararse en quiebra en septiembre de ese mismo año, esos mismos responsables cambiaron abruptamente de rumbo y permitieron que el banco quebrara, poniendo en marcha a su vez una cadena de rescates por valor de miles de millones de dólares. Después de eso, ya era imposible ignorar la recesión. Pero la quiebra de *Lehman Brothers* fue la consecuencia del desplome económico, no su causa; aceleró un proceso que ya iba a toda marcha», STIGLITZ, J.E. (2010, 61).

<sup>31</sup> «Esos fallos (del mercado) tienen muchas causas, pero dos son particularmente relevantes para el sector financiero: la agencia –en el mundo actual muchísimas personas manejan dinero y toman decisiones en nombre (es decir, como agentes)– y la creciente importancia de las externalidades», STIGLITZ, J.E. (2010, 43). En economía, el término técnico externalidad se refiere a las situaciones donde un intercambio de mercado impone costes o beneficios a terceros que no participan en el intercambio.

<sup>32</sup> La *titulización* es el proceso de reunir en un mismo paquete las hipotecas individuales y, a continuación, dividir las y repartirlas entre diferentes títulos valores, cortados a medida según las necesidades de los diferentes inversores, que pueden ser vendidos por el banco emisor.

<sup>33</sup> «Uno de los argumentos aducidos por muchos responsables de los mercados financieros para no ayudar a los dueños de hipotecas que no pueden cumplir con sus pagos es que ello suscita un *riesgo moral*, es decir, que se debilitan los incentivos para devolver el dinero si los propietarios de hipotecas saben que hay alguna posibilidad de que reciban ayuda si no pueden pagar», STIGLITZ, J.E. (2010, 47-48).

<sup>34</sup> «Los estadounidenses encontraron una ingeniosa solución: pedir prestado y consumir como si sus ingresos estuvieran aumentando», STIGLITZ, J.E. (2010, 32).

Los inversores del mundo entero, sedientos de aumento del rendimiento se lanzaron sobre estos caramelos envenenados, garantizados por la clasificación de riesgo del grado de inversión y asegurados por permutas de riesgo crediticio, para contrarrestar los históricos bajos tipos de interés de los bonos gubernamentales. Su facilidad de comercialización incrementó de forma enorme las posibilidades de apalancamiento, o de crédito, de sus titulares y, por tanto, condujo directamente al incremento de la deuda (Skidelsky, 2013, 25).

Entre la Crisis de 1929 y la de 2008 se produce la reconstrucción de Estados Unidos con el *New Deal* y además la irrupción en los años previos a la crisis de 2008 de ciertas teorías dominantes. Alan Greenspan, es un fiel representante de esta línea, que decía que para obtener flexibilidad, el mercado competitivo debe ser libre para ajustarse, lo que significa que los agentes del mercado deben ser libres para colocar la propiedad como les parezca oportuno. Las restricciones a los precios, préstamos, afiliaciones y prácticas de mercado en general han frenado el crecimiento (Greenspan, 2008, 288).

Al testificar ante el Congreso de Estados Unidos sobre el origen de la crisis financiera y el haber sido presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, señaló que él había dado por sentado que los banqueros gestionarían mejor el riesgo<sup>35</sup>. Este fue el fallo enorme en su razonamiento: un fallo que costó a la economía global billones de dólares (Stiglitz, 2019, 160).

En la interpretación financiera de la crisis entran en juego una serie de conceptos: la teoría de la agencia, las externalidades, riesgo moral y por supuesto las asimetrías de información<sup>36</sup>. En muchas operaciones que producía el mercado financiero una de las partes tenía más información

---

<sup>35</sup> «Se requiere de regulaciones generales que impidan a los bancos crecer demasiado y estar demasiado interrelacionados como para permitir que fracasen, que les impidan asumir riesgos excesivos, manipular el mercado ni explotar su poder de mercado, así como tampoco comportarse de manera abusiva y predatoria», STIGLITZ, J.E. (2019, 164).

<sup>36</sup> «Crearon unos productos que eran tan complejos que tenían el efecto de aumentar tanto el riesgo como las asimetrías en la información», STIGLITZ, J.E. (2010, 39).

y los riesgos creados distorsionaron los mercados<sup>37</sup>, todo ello agravado con unas regulaciones laxas y no apropiadas en cada caso<sup>38</sup>.

Las funciones de los mercados financieros, aparte de generar un bienestar para la sociedad y aumentar el nivel de vida de sus ciudadanos, son gestionar el riesgo adecuadamente, movilizar inversiones productivas canalizando correctamente el ahorro y lograr unos costes de transacción bajos. En la crisis los agentes financieros hicieron todo lo contrario incitando a incrementar el endeudamiento de las familias y las empresas excesivamente (Stiglitz, 2010, 37).

Varias enseñanzas nos ha dado esta crisis para la investigación económica:

Muchos tienen culpa en esta crisis; hemos visto el papel de los reguladores<sup>39</sup> y los legisladores, de la Reserva Federal y de los financieros. Mientras se ocupaban de su trabajo, todos decían que lo que estaban haciendo era lo correcto, y casi siempre los argumentos se basaban en el análisis económico. Al ir quitando capas y más capas de lo que salió mal, no podemos evitar preguntarnos qué hicieron los economistas. Naturalmente, no todos los economistas compartían el entusiasmo por la economía de libre mercado; no todos eran discípulos de Milton Friedman. Sin embargo, eran sorprendentemente muchos los que apuntaban en esa dirección. No sólo sus consejos eran erróneos; fallaron en su tarea fundamental de predecir y pronosticar. Fueron relativamente pocos los que vieron venir el desastre. No fue una casualidad que los que defendían las reglas que llevaron a ese desastre tuvieran fe tan ciega en los mercados que no vieron los problemas que éstos estaban creando. La ciencia económica había pasado –más de lo que

---

<sup>37</sup> Los fallos del mercado y de la regulación no hubieran tenido jamás semejante impacto si el contexto no hubiera sido tan favorable para la adquisición de riesgos.

<sup>38</sup> El problema principal en esa época era que las agencias calificaban como AAA unos productos titulizados de mucho mayor riesgo que las obligaciones calificadas como AAA emitidas por las empresas.

<sup>39</sup> «... incluso instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI), que en su momento respaldaron esa nueva ortodoxia liberalizadora e inhibidora de los gobiernos, propugnan ahora unas políticas fiscales orientadas a reducir esas amenazantes divergencias de bienestar en el seno de los países, al tiempo que advierten sobre la excesiva desregulación de la actividad económica y financiera», ONTIVEROS, E. (2019, 25).

los economistas quieren reconocer— de ser una disciplina científica a ser el principal hinchador del capitalismo de libre mercado (Stiglitz, 2010, 283).

Los sistemas financieros son frágiles y en numerosas ocasiones, cuando todo va bien, de pronto los bancos presentan dificultades, tanto de liquidez como de solvencia (como nos muestran las noticias recientes) y al deteriorarse los mecanismos financieros de riesgo, la economía inevitablemente está abocada a una recesión. Reinhart y Rogoff (2009, 466-472) han documentado los efectos de la crisis bancaria en muchos países. Descubrieron que, por lo general, las crisis bancarias son precedidas por auges del crédito y por burbujas de los precios de los activos. Cuando las burbujas estallan, los precios de la vivienda disminuyen en promedio 35% y los precios de las acciones caen 55%<sup>40</sup>.

Tal como plantea Soros (2008, 13),

... todas estas crisis forman parte de una súper burbuja, un proceso reflexivo de largo plazo que ha evolucionado a lo largo de los últimos veinticinco años, más o menos. Consiste en una tendencia actual, la expansión crediticia, y una concepción equivocada actual, el fundamentalismo de mercado (es decir, lo que en el siglo XIX se llamaba *laissez-faire*), que mantiene que debe darse rienda suelta a los mercados.

Somos muchos los que pensamos que los mercados no son capaces de autorregularse y que las crisis se suceden a lo largo de la historia del capitalismo, de hecho que es una forma de «resetear» el sistema, normalmente a una situación expansiva desde el punto de vista financiero conlleva cortocircuitos en el sistema que a veces degenera en una crisis (Ontiveros, 2019, 131).

Como nos decía Ontiveros (*ibid.*, 133),

Mayor transparencia, escrutinio más estrecho de las operaciones fuera de balance y limitaciones al apalancamiento de los operadores financieros deberían ser premisas para garantizar una eficiente movilidad internacional de los flujos financieros y el funcionamiento básico de cualquier sistema financiero, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

---

<sup>40</sup> Una revisión de la literatura sobre las crisis financieras se puede ver en ALLEN, F., BABUS, A. y CARLETTI, E. (2009).

No es del todo cierto que muchos académicos no advirtieran de la burbuja inmobiliaria, que fue una de las causantes de la crisis. Por ejemplo, Shiller ya en 2000 analizó este mercado en su libro *Exuberancia irracional*<sup>41</sup>. Baker (2002) ya había escrito sobre la burbuja inmobiliaria en 2002. Kruman (2005) por su parte ya en 2005 advirtió también sobre la burbuja.

Sobre la volatilidad de los mercados financieros y las bruscas oscilaciones que generaban, es ilustrativo el siguiente texto:

Fisher y Keynes estaban convencidos de que se podía evitar aquella brusca oscilación entre auges y depresiones. A diferencia de Marshall, no pensaban que las etapas de prosperidad y de depresión fueran el resultado de influencias externas imprevisibles, y a diferencia de Marx, tampoco creían que fueran inherentes a la economía de mercado. Los giros extremos no eran un fenómeno natural sino un desastre creado por el hombre susceptible de evitarse. Fisher, Keynes y Hayek pensaban que se podían diseñar instrumentos de control, aunque el inglés y el estadounidense aceptaban que su aplicación quedara a discreción del sector público, mientras que el austríaco, con una historia nacional más trágica, insistía en que la intervención pública debía estar sujeta a ciertas normas. Schumpeter era el único que se podría definir como fatalista, tanto por convicción intelectual como por temperamento e historia personal (Nasar, 2012, 294).

#### 4. ADENTRÉMONOS EN LAS FINANZAS

En la civilización occidental, y a lo largo de su historia, la literatura siempre ha mantenido siempre cierta hostilidad hacia las Finanzas y por supuesto a los financieros. La idea permanente es la mala imagen de los que trabajan con el dinero, sobre todo dando préstamos, frente a aquellas actividades económicas que generan un valor añadido productivo como la agricultura y la industria (Ferguson, 2009, 19).

Como comenta Tirole (2017, 317) refiriéndose a este campo,

... pocos temas económicos levantan tantas pasiones como las finanzas. Desde la crisis de 2008, las filas de sus detractores han crecido considerablemente y sus defensores procuran pasar desapercibidos. Pero unos y

---

<sup>41</sup> Existe una versión en castellano SHILLER, R.J. (2015).

otros están de acuerdo en que el mundo financiero sigue constituyendo una fuerza fundamental en todos los países desarrollados.

#### 4.1. DON DINERO... ¿SERÁ POSIBLE QUE MUEVA EL MUNDO?

Fisher<sup>42</sup> y Keynes (1924) argumentaban que tanto la fuente de los problemas como su principal solución residían en el sistema monetario. También escribía:

Ha sido habitual creer que la riqueza acumulada del mundo se ha acrecentado laboriosamente gracias a esta abstinencia voluntaria de los individuos del disfrute inmediato del consumo que denominamos espíritu ahorrador. Pero debería ser evidente que la mera abstinencia no basta por sí sola para construir ciudades [...]. Es la empresa la que construye y mejora las posesiones del mundo [...]. Si la empresa marcha, se acumula riqueza independientemente de lo que pueda sucederle al espíritu ahorrador (Carter, 2021, 214).

Afirmaron que los dos fenómenos, la inflación y deflación, constituían los síntomas de una misma dolencia subyacente que surgía del sistema monetario y de la generación del crédito (Nasar, 2012, 293).

Keynes representa el punto de inflexión para las materias económicas. Por ejemplo, la división entre microeconomía y macroeconomía no se produce hasta las aportaciones realizados por Keynes<sup>43</sup>. La Ma-

---

<sup>42</sup> Su primera contribución teórica a la economía se encuentra en su tesis doctoral de 1892, *Mathematical Investigations in the Theory for Value and Prices*, que contiene una completa exposición de la teoría del equilibrio económico. Fisher postula que el objetivo del empresario es maximizar su «tasa de rendimiento sobre costes» y para conseguir, por tanto, el mayor valor presente de su inversión. Como la tasa de Fisher es la tasa de rendimiento que iguala en valor presente todos los costes con todos los ingresos, lo que equivale a la tasa interna de retorno o la tasa de rendimiento que iguala los valores presentes de los flujos en efectivo de todos los proyectos que se estén considerando.

<sup>43</sup> El término macroeconomía ni siquiera se había acuñado aún; solo florecería como ámbito de estudio cuando la gente empezara a digerir e interpretar la Teoría General. Keynes no solo estaba inventando la economía moderna: estaba ayudando a inventar al economista moderno, y a situarlo en la cúspide de una nueva estructura de poder intelectual, CARTER, Z.D. (2021, 282).

croeconomía tomó la teoría del equilibrio competitivo, utilizado en el campo de la Microeconomía y basándose en el modelo neoclásico. Esta tendencia, donde se inspiraron todas las políticas de desregulación financiera, y con un papel preponderante en la crisis de 2008 (Stiglitz, 2010, 302-303), se denominó la *Escuela de Chicago*.

Enfrente, otra escuela de pensamiento, denominada *Neokeynesiana*, hacía una crítica a los modelos macroeconómicos, por simplistas y con premisas irreales. Esta investigación desarrollada en los últimos treinta años ha demostrado que el modelo neoclásico simplemente no se sostenía (Stiglitz, 2010, 304). Esta línea insistía en que la mayoría de problemas tienen su origen en los mercados financieros. Los padrinos intelectuales de esta tendencia han sido Fisher (1930), Sharpe (Armonk y Sharpe, 1982) y Greenwald y Stiglitz (1993).

Le debemos a Fisher<sup>44</sup> la atención que presta al dinero advirtiendo que los estados tienen una capacidad para gestionarlo y generar estabilidad económica y esto debía hacerlo controlando la oferta monetaria a los efectos de amortiguar los estallidos inflacionarios o las depresiones deflacionarias (Nasar, 2012, 197).

Al tener en cuenta la inflación, Fisher estableció las relaciones entre las tasas de intereses reales y nominales. El Teorema de Fisher se usa para calcular la tasa interna de rentabilidad o retorno de una inversión. Fisher plantea que el objetivo de un inversor es maximizar la tasa de rendimiento sobre el coste a los efectos de obtener un mayor Valor Actual Neto. La denominada tasa de Fisher es la tasa de rendimiento que iguala en valor presente todos los costes con todos los ingresos y esto es la Tasa Interna de Rentabilidad<sup>45</sup>.

Le debemos a Keynes la interpretación del dinero como reserva de valor, que permitía a la gente formular y expresar juicios acerca de su propia seguridad material a lo largo del tiempo. La importancia del dinero se deriva esencialmente de su función de vínculo entre el presente

---

<sup>44</sup> Hace una completa exposición de la teoría del equilibrio económico general de León Walras. Véase FISHER, I. (1930), ROOS, C.F. (1930) y SHUMPETER, J. (1954).

<sup>45</sup> «A sus treinta años, era el único especialista estadounidense en economía teórica al que se tomaban en serio en Cambridge y en el resto de Europa. Alfred Marshall y el matemático y economista francés Léon Walras lo consideraban un genio», NASAR, S. (2012, 171).



y el futuro<sup>46</sup>. Así, en su *Tratado sobre el dinero*, Keynes había argumentado que el dinero era de naturaleza intrínsecamente política, ya que había sido creado por el Estado (Carter, 2021, 292).

El monetarismo, que lo encarnaban los discípulos de Milton Friedman<sup>47</sup>, tomó fuerza a partir de los setenta del siglo pasado. La idea central de esta tendencia era que para mantener estables los precios y por tanto mantener baja la inflación, habría que incrementar la oferta monetaria. Esto era conveniente hacerlo en un porcentaje fijo en función de la expansión de la producción real<sup>48</sup>. La inflación es un producto del exceso de la masa monetaria<sup>49</sup>.

Soros, considerado un inversor de éxito y un filántropo de los más importantes en Estados Unidos, además de ser multimillonario ha escrito algunas cosas sobre Finanzas, entre otras, refiriéndose al papel de los mercados financieros dice lo siguiente:

Entre las funciones que no pueden ni deben ser gobernadas puramente por las fuerzas del mercado se cuentan muchas de las cosas más importantes de la vida humana, desde los valores morales hasta las relaciones familiares y los logros estéticos e intelectuales. Sin embargo, el fundamentalismo del mercado no cesa en su empeño de extender su dominio a estos campos, en forma de imperialismo ideológico. Según el fundamentalismo del mercado, todas las actividades sociales y las interacciones humanas deben considerarse relaciones transaccionales y contractuales y valorarse en función de un único común denominador, el dinero. Las actividades deben ser regu-

---

<sup>46</sup> La economía clásica concebía el dinero como algo estático, como una pintura; para Keynes, era un elemento que creaba relatos de posibilidades económicas, algo más parecido a una película o una novela, CARTER Z.D. (2021, 289).

<sup>47</sup> FRIEDMAN, M. y SGARTZ, A.J. (1993). Sobre Friedman hay una bibliografía muy amplia traducida al castellano: FRIEDMAN, M. (1985, 1990, 1992, 2010, 2012), FRIEDMAN, M. y FRIEDMAN, R.D. (2022).

<sup>48</sup> «Por desgracia, justo cuando esta teoría se convirtió en moda, empezaron aumentar las pruebas que la refutaban. La hipótesis empírica subyacente del monetarismo era que la relación entre el circulante y el PIB (llamada velocidad de circulación) se mantenía constante. De hecho, durante los últimos treinta años, ha variado mucho, al menos en algunos países. El monetarismo falló y hoy casi ningún gobierno cree en él», STIGLITZ, J.E. (2010, 307).

<sup>49</sup> Friedman atribuía la responsabilidad de la Gran Depresión a los errores cometidos por la Reserva Federal. Recibió el Premio Nobel de Economía en 1976.

ladas, en la medida de lo posible, por nada más intrusivo que la invisible mano de la competencia para maximizar beneficios. Las incursiones de la ideología del mercado en campos muy distantes de los negocios y la economía tienen efectos sociales destructivos y desmoralizadores. Pero el fundamentalismo del mercado es tan poderoso hoy que cualquier fuerza política que ose resistirse es motejada de sentimental, ilógica e ingenua<sup>50</sup>.

#### 4.2. ¿NOS ATREVEMOS A HABLAR SOBRE LA INCERTIDUMBRE?: EL GRAN PROBLEMA DE LAS FINANZAS

Hay un aforismo famoso de Keynes (1923, 65):

... el largo plazo es una guía engañosa para los asuntos. A largo plazo todos estamos muertos. Los economistas se asignan una tarea demasiado fácil y demasiado inútil si en época de tormentas sólo pueden decirnos que cuando la tormenta haya pasado el océano volverá a estar en calma.

¿Quién genera la incertidumbre?: la genera el propio sistema. Podemos situarnos en una situación determinada que por supuesto no es real, que se daría cuando la demanda generada solo responde a lo que se necesita. En este caso no nos deberíamos preocupar por la incertidumbre pues ésta solo tendría su origen en el clima o en las guerras. La fuerza del sistema es la acumulación de capital pero los rendimientos no surgen en el momento actual sino en momentos posteriores. Podríamos afirmar que lo que genera la riqueza normalmente propicia inestabilidad económica y por supuesto social (Skidelsky, 2013, 106).

Normalmente hablamos de riesgo e incertidumbre indistintamente. ¿Qué diferencia existe entre el riesgo y la incertidumbre?:

El riesgo, según Knight (1921), es algo a lo que se le puede poner un precio. Pongamos que uno sabe que va a ganar una mano de póquer a menos que su rival saque la carta que le faltaba para tener escalera interina: las probabilidades de que eso suceda son exactamente de una entre once. Nunca es agradable llevarse un revés jugando al póquer, pero por

---

<sup>50</sup> SOROS, G. (1998, 28). Véase también las pp. 144-147 donde plantea algunas referencias sobre el papel del dinero en el capitalismo actual.

lo menos el jugador sabe cuáles son las probabilidades y puede contar con ello de antemano. A la larga, un jugador termina sacando provecho de los rivales que buscan cartas con probabilidades insuficientes de encontrarlas. La incertidumbre, en cambio, es un riesgo difícil de calcular[...]El riesgo lubrica las ruedas de la economía de libre mercado; la incertidumbre, en cambio, las atranca (Silver, 2020, 43-44).

Los hombres son a veces dueños de su destino, dice Casio con la esperanza de convencer a Bruto para que participe en la conspiración contra César. La idea según la cual el hombre era dueño de su destino estaba muy en boga. Actualmente usamos las palabras predicción y previsión casi de forma indistinta, pero en la época de Shakespeare tenían diferentes significados. Una predicción eran las palabras de un adivino, mientras que una previsión se acercaba más a la idea de Casio. En inglés, el término *forecast* (más próximo al de previsión) es una palabra de raíces germánicas, mientras que la palabra *predict* deriva del latín. Así, la previsión respondía al punto de vista terrenal del nuevo protestantismo, por oposición al punto de vista esotérico del Sacro Imperio Romano. Por lo general, prever algo implica planificar algo en condiciones de incertidumbre y apela a la prudencia, la sabiduría y la diligencia (Silver, 2020, 15-16).

En general, la mayoría de los autores que han tratado los mercados financieros han prestado atención al riesgo y la incertidumbre. Por ejemplo, Fisher (1907) abordó estos temas en *The Rate of Interest*:

Por primera vez, Fisher formuló explícitamente su teoría en términos de la capacidad de previsión: los períodos de especulación y de depresión eran el resultado de previsiones desequilibradas. Un pánico bancario siempre es el resultado de situaciones imprevistas, y una de esas situaciones imprevistas, que en parte es el resultado de otras situaciones imprevistas, es la escasez de dinero prestable (Nasar, 2012, 195).

Lo cierto es que, y en esto coinciden gran parte de los trabajos de la época, es muy difícil, diríamos que imposible, prever el futuro con cierta exactitud. Con frecuencia tomamos decisiones que adoptamos como base la construcción de unas expectativas que pueden estar equivocadas. Con estas expectativas si hacemos inversiones probablemente sean fallidas. Si esta forma de proceder la trasladamos a la economía en su conjunto a veces se articulan políticas de inversión en determinados asuntos y no en otros, si esta forma de proceder se generaliza da como resultado probablemente una crisis.

Keynes trató con suficiente amplitud la incertidumbre y en este sentido argumentaba:

... que ante grados variables de incertidumbre lo racional es replegarse a convenciones, historias, normas generales, costumbres y tradiciones, en la formación de nuestras expectativas y en la decisión de cómo actuar. Su función es parcialmente psicológica, está diseñada para proporcionar una sensación de seguridad, como las palabras mágicas o los conjuros para expulsar los malos espíritus [...] Hablar de riesgo cuando debiera hablarse de incertidumbre es una convención típica y omnipresente en las salas de juntas de las empresas (Skidelsky, 2013, 109).

Taleb (2012, 36-37), al referirse a los cisnes negros, plantea:

... que nuestro mundo está dominado por lo extremo, lo desconocido y lo muy improbable (improbable según nuestros conocimientos actuales), y aun así empleamos el tiempo en dedicarnos a hablar de menudencias, centrándonos en lo conocido y en lo repetido. Esto implica la necesidad de usar el suceso extremo como punto de partida, y no tratarlo como una excepción que haya que ocultar bajo la alfombra. También proclamo con mayor osadía (y mayor fastidio) que, a pesar de nuestro progreso y crecimiento, el futuro será progresivamente menos predecible, mientras parece que tanto la naturaleza humana como la ciencia social conspiran para ocultarnos tal idea.

Taleb destaca la importancia que tienen en nuestro comportamiento los cisnes negros. Éste es un término que no es muy refinado técnicamente pero presta atención a aquellos acontecimientos que son improbables con un gran impacto en nuestras vidas. Al contrario de lo que sucede en la ciencia física, en la economía se suceden muchos de estos acontecimientos que son raros y extremos. En general, los que se dedican a valorar el riesgo tratan a la incertidumbre con medidas que excluyen a los cisnes negros.

Sin embargo, los cisnes negros de Taleb no son keynesianos. Son acontecimientos muy improbables, pero se les puede asignar todavía una probabilidad, aunque sea pequeña. Para Keynes, la incertidumbre está vinculada a una situación a la que no se le puede asignar ninguna probabilidad en absoluto (Skidelsky, 2013, 63-64).

Merton y Scholes<sup>51</sup>, a quienes les concedieron el Premio Nobel de Economía en 1997, fueron los socios fundadores de una gran empresa de especulación en Bolsa llamada *Long-Term Capital Management (LTCM)*. Taleb (2012, 378-379), al hablar del cisne negro y refiriéndose a esta empresa, hacen un relato que transcribimos:

... La formaban una serie de personas de brillante currículum, procedentes de los niveles más altos de la academia. Se les consideraba unos genios. Las ideas de la teoría de la cartera de valores inspiraron su gestión del riesgo de resultados posibles, gracias a sus sofisticados cálculos. De ese modo consiguieron agrandar la falacia lúdica hasta proporciones industriales.

Entonces, durante el verano de 1998, se produjo una combinación de grandes sucesos, cuyo origen estaba en la crisis económica que sufría Rusia, y que escapaba a los modelos de aquellos genios. Era un Cisne Negro. LTCM quebró y casi arrastró con ella a todo el sistema financiero, pues las denuncias fueron masivas. Sus modelos descartaban la posibilidad de grandes desviaciones, de ahí que se permitieran asumir una cantidad de riesgos fenomenal. Las ideas de Merton y Scholes, así como las de la teoría de la cartera moderna, empezaban a quebrarse. La magnitud de las pérdidas fue espectacular: llegaron a tal punto que no pudimos ignorar el debate intelectual. Muchos amigos y yo mismo pensábamos que los teóricos de la cartera de valores estaban abocados al destino de las tabacaleras: ponían en peligro los ahorros de las personas y pronto se les pediría cuentas por las consecuencias de sus métodos de inspiración gaussiana.

... Al observar su metodología, veo el siguiente patrón. Empieza con unos supuestos rígidamente platónicos y completamente irrealistas, tales como las probabilidades gaussianas, junto con muchas otras también perturbadoras. Luego, a partir de esos supuestos, genera teoremas y pruebas. Las matemáticas son ajustadas y elegantes. Los teoremas son compatibles con otros teoremas de la teoría de la cartera de valores moderna, compatibles a su vez con otros teoremas, y así construye una gran teoría de cómo las

---

<sup>51</sup> El modelo de Black-Scholes es una ecuación usada en finanzas para calcular el precio de determinados activos financieros basada en la teoría de procesos estocásticos y modela variaciones de precios como un proceso de Wiener. A este modelo lo denominó Black-Scholes y fue empleado para estimar el valor actual de una opción. Los modelos de valoración de opciones son también aplicados actualmente a la valoración de activos intangibles. Véase FISCHER, B. y SCHOLES, M. (1973) y MERTON, R.C. (1973)

personas consumimos, ahorramos, afrontamos la incertidumbre, gastamos y proyectamos el futuro. Merton presume que conocemos la probabilidad de los sucesos. Siempre está presente esa repulsiva palabra: equilibrio. Pero todo el edificio es como un juego completamente cerrado, como el *Monopoly* con todas sus reglas.

El estudioso que aplique esta metodología se parece a la definición que Locke ofrece del loco: alguien que razona correctamente a partir de premisas erróneas<sup>52</sup>.

Lo que es evidente es que hay muchas zonas oscuras en torno a los conceptos de riesgo e incertidumbre, y en determinadas circunstancias, son desconocidos y nos enfrentamos con el abismo. A pesar de la utilización de numerosas técnicas y procedimientos hay mucho que estudiar sobre el riesgo. Una buena inversión es aquella que tiene un *Valor Actual Neto* (VAN) positivo, eso es lo que hemos aprendido en los centros educativos, pero lo que no hemos enseñado es cómo encontrar proyectos con VAN positivos.

---

<sup>52</sup> «Debido a la impecable reputación de sus asesores, LTCM no solo consiguió reunir un capital de 1.250 millones de dólares, sino que además se le concedió automáticamente carta blanca para que consiguiera créditos de las principales entidades bancarias de Wall Street. Al principio, los partícipes de LTCM obtuvieron el éxito que auguraba su folleto de emisión. Disponían de una estrategia de base bastante sencilla sobre el modo de ganar dinero en Wall Street que, en su mayor parte, se fundaba en el análisis de la regresión y la teoría de las opciones. Según esta teoría, la conducta que se había seguido en el pasado indicaba el comportamiento futuro de las opciones. En numerosos casos comparables, los márgenes tenían tendencia a resituarse en sus medias históricas. Si estos márgenes eran elevados, disminuirían, y si eran reducidos, aumentarían. Pero después del orgullo desmedido vino el desastre. En vez de converger, los márgenes del mercado divergían y LTCM comenzó a perder hasta la camisa. Todo el apalancamiento del dinero que había prestado Wall Street, en lugar de constituir un activo, era ahora un pasivo. Entonces intervino la Reserva Federal y se acordó la celebración de una reunión urgente con los colosos de Wall Street en el salón de juntas del banco de la Reserva Federal de Nueva York. Después de mucha toma y daca, se alcanzó un acuerdo según el cual las principales entidades crediticias pondrían a disposición de LTCM un fondo de 3650 millones de dólares. También retendrían el 90% de las acciones de los asociados», AKERLOF, G.A. y SHILLER, R. (2009, 144-145).

Y en el devenir de las empresas nos asaltan dudas sobre algunos comportamientos. Por ejemplo, ¿por qué algunas empresas obtienen rentas económicas mientras que otras que se encuentran en la misma industria, no lo pueden hacer?, ¿son las rentas ganancias inesperadas, o pueden anticiparse y planificarse?, ¿cuál es su fuente, y cuánto durarán antes de que la competencia las destruya? La verdad es que se sabe poco de cualquiera de estas cuestiones importantes.

Otra cuestión es la siguiente: ¿Por qué algunos activos reales tienen un alto riesgo y otros son relativamente seguros? Hemos enseñado las betas de los activos, el apalancamiento operativo, etc. Se trata de pistas útiles pero no tenemos todavía un procedimiento general para estimar las betas de un proyecto. Por tanto, la evaluación del riesgo de un proyecto es todavía –al menos en lo fundamental– un asunto personal.

Si bien la cantidad de información disponible aumenta diariamente en 2,5 trillones de bytes, la cantidad de información útil no lo hace. La mayor parte de esa información es sólo ruido y el ruido aumenta mucho más rápido que la señal. Hay una cantidad creciente de hipótesis que analizar y de información que desbrozar, pero la cantidad de verdad objetiva se mantiene relativamente constante (Silver, 2020, 25).

El teorema de Bayes (1763) surge en una época donde las leyes de Newton era el paradigma dominante en la ciencia. Utiliza una expresión probabilística de las posibilidades que tiene un acontecimiento de suceder en el mundo real, descarta la posibilidad de que el mundo es un lugar intrínsecamente incierto. La aceptación del teorema está condicionada a que la percepción subjetiva de la realidad sea una aproximación de la verdad (Silver, 2020, 541)<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> «Puede que al principio, cuando empiece a realizar estas estimaciones de probabilidad, los resultados sean más bien pobres, pero hay dos buenas noticias. La primera, que esas estimaciones serán solo un punto de partida, porque el teorema de Bayes exige que vaya revisándolas y mejorándolas a medida que vaya apareciendo información nueva. La segunda buena noticia es que las pruebas indican que podemos aprender a mejorar. Por ejemplo, el ejército de Estados Unidos ha utilizado estas técnicas para entrenar a sus soldados, con resultados razonablemente positivos. También hay pruebas de que, cuando los médicos piensan en sus diagnósticos, lo hacen desde una perspectiva bayesiana. Segura-

Por tanto, al hacer Keynes una distinción entre riesgo e incertidumbre en los mercados financieros<sup>54</sup> lo que nos está avisando es sobre la tarea que se debe basar en diseñar mejores medidas para valorar el riesgo y que las instituciones financieras las cumplan (Skidelsky, 2013, 201).

Una metodología que hemos utilizado en algunos trabajos para establecer escenarios futuros es el *Strategic Foresight*<sup>55</sup>, que se basa en varias ideas clave: hay varios futuros posibles y asume que el futuro no existe. La realidad es que no se puede predecir un futuro determinado. La idea de un futuro único y singular es, sencillamente, una falacia. Hasta que el futuro ocurra, hay posibilidades de que sea diferente a como lo esperábamos. El futuro es múltiple, indeterminado, y abierto a una gran variedad de futuros posibles (Godet y Durance, 2011). Aunque está claro que existen las tendencias y que éstas nos llevan a un destino concreto e imaginable, ése es solo uno de los muchos futuros posibles: el futuro probable. Esos futuros posibles están constantemente moviéndose y cambiando en base a las acciones que hacemos hoy, las reacciones del entorno a ellas, y en base a cómo se desarrollan otros muchos procesos en el mundo (Lum, 2016). Es fundamental clarificar bien el propósito, el sentido detrás de cualquier proceso de *Strategic Foresight*, antes de comenzar, y qué tipo de resultado se consideraría exitoso una vez terminado el proceso (Wilkinson, 2017).

---

mente sea mejor seguir la estela de médicos y expertos en eficacia militar antes que la de los expertos de la tele», SILVER, N. (2020, 542).

<sup>54</sup> La distinción de Keynes entre riesgo e incertidumbre le llevó a una conclusión diferente. El riesgo podía ocuparse de sí mismo, la tarea del gobierno era reducir la incertidumbre.

<sup>55</sup> *Strategic Foresight* lleva años aplicándose a la hora de diseñar políticas públicas por gobiernos de diferentes naciones (Singapur, Finlandia, diversos estados de la Unión Europea... y, más recientemente, España). Por ejemplo, el presidente John F. Kennedy usó *Strategic Foresight* para ayudarlo a decidir el enfoque con el que resolver la Crisis de los Misiles en Cuba, las Naciones Unidas usan *Strategic Foresight* para definir estrategias que impacten en los Objetivos de Desarrollo Sostenible, el Ministro Británico de Defensa lo usa para entender las Tendencias Estratégicas Globales y el Estado de Singapur lo tiene perfectamente instaurado de forma transversal en sus órganos de gobierno.



#### 4.3. PRESTEMOS ATENCIÓN A LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS. ¿SON EFICIENTES LOS MERCADOS FINANCIEROS?

El trabajo de Fama (1970) es el que impulsó la teoría de los mercados eficientes. La hipótesis fundamental es que los precios tienen una base racional basada en una previsión óptima de ingresos o las evaluaciones de la desviación estándar de los factores de riesgo de las corporaciones. Los precios varían diariamente por noticias verdaderas, aspecto éste que no es previsible por su propia naturaleza (Shiller, 2015, 360). Los sucesos no ocurrirán con certeza pero sí se conocerá el riesgo de que ocurra, que consecuentemente lo podemos medir. De acuerdo con la información disponible, los precios de los títulos financieros, acciones, bonos, etc., incorporan la mejor valoración posible de los riesgos. Así, los distintos títulos poseen diferentes riesgos y por tanto se pueden obtener diferentes beneficios (*ibid.*, 360).

Fama es el partidario más importante de las hipótesis de los mercados eficientes y niega la existencia de las burbujas especulativas. En su discurso de aceptación del premio Nobel, Fama (2014) afirmaba que la palabra burbuja (que comentaremos luego) se refiere a un fuerte aumento irracional de precio que implica un fuerte descenso predecible.

¿Cuáles son las características fundamentales de la eficiencia del mercado?: los mercados no tienen memoria (Allen, 2001) y hay que confiar en los precios de mercado<sup>56</sup>. Esta teoría forma parte de la economía neoclásica.

Todos los modelos de gestión del riesgo se basan en la teoría del mercado eficiente. La distribución de los rendimientos del pasado nos proporciona un abanico de incertidumbre sobre los rendimientos futuros. La distribución, o la incertidumbre de los resultados, se miden

---

<sup>56</sup> «A los economistas normalmente nos gusta dar la imagen de que calculamos óptimamente las decisiones de inversión basándonos en las expectativas de cambios futuros de precios y estimaciones del riesgo en inversiones alternativas. No obstante, de hecho, la decisión real del inversor típico sobre cuánto invertir en la bolsa en general y en otros tipos de activos, como bonos, mercado inmobiliario u otras inversiones, tiende a no estar basada en cálculos muy estudiados. Los inversores no reúnen a menudo predicciones de los rendimientos de estas distintas clases de activos, ni los sopesan con cálculos de probabilidad», SHILLER, R.J. (2015, 186).

mediante la desviación estándar o la varianza<sup>57</sup>. La diversificación reduce el riesgo; cuando mantenemos muchos activos, los riesgos inherentes a cada uno de ellos tienden a anularse mutuamente, siempre y cuando no estén relacionados entre sí<sup>58</sup>.

Muchas de estas cuestiones se recogen en un artículo de Markowitz (1952) que dirigió la atención a la práctica común de la diversificación de una cartera y mostró cómo puede reducir un inversionista la desviación estándar de los rendimientos de la cartera mediante la elección de acciones que no se mueven de una manera asociada totalmente uniforme. Además, prosiguió hasta desarrollar los principios básicos de la construcción de una cartera. Estos principios son el fundamento de mucho de lo que se ha escrito acerca de la relación entre el riesgo y el rendimiento<sup>59</sup>.

Un desarrollo posterior introduce en el análisis del riesgo el factor beta para medir el grado de sensibilidad de las variaciones de unas acciones con respecto al índice de mercado enfrentándonos a un problema: ¿cuál es la prima de riesgo esperada cuando beta no es de 0 o 1? A mediados de la década de 1960 tres economistas, Sharpe, Lintner y Treynor, proporcionaron una respuesta a esta pregunta. Su respuesta

---

<sup>57</sup> El principal supuesto que subyace en los mismos es que la distribución del riesgo es captada mediante una curva del tipo campana de Gauss. La distribución normal indica la opinión estándar. Es una distribución en la que el valor medio es también el valor más frecuente. Uno de los modelos de formación de precios de las opciones (*option pricing*) más utilizados, la fórmula de *Black-Sholes*, se basa en una distribución normal e ignora la posibilidad de acontecimientos extremos.

<sup>58</sup> Los modelos de gestión del riesgo ignoran la posibilidad de una correlación casi completa o un impulso en el movimiento de los riesgos, típico de un auge o de una crisis. Lo que sucedió a lo largo de 2008 fue que, de pronto, el 10 por ciento de los riesgos se convirtió en el 90 por ciento o más, y todo ello al mismo tiempo.

<sup>59</sup> «Casi todo lo concerniente a la vida social es producto de choques y ciertos saltos raros pero trascendentales; y pese a ello, casi todo lo que se estudia sobre la vida social se centra en lo normal, especialmente en los métodos de inferencia de la campana de *Gauss*, la curva de campana que no nos dicen casi nada. ¿Por qué? Porque la curva de campana ignora las grandes desviaciones, no las puede manejar, y sin embargo nos hace confiar en que hemos domesticado la incertidumbre», TALEB, N.N. (2012, 32-33).

se conoce como modelo de valoración de los activos de capital o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)<sup>60</sup>.

El modelo de valoración de activos de capital (CAPM) es un paso gigantesco para entender el efecto del riesgo sobre el valor de un activo, pero hay muchos enigmas sin resolver: algunos de ellos son aspectos estadísticos y otros son de tipo teórico. Los problemas estadísticos surgen porque el modelo de valoración de los activos de capital es difícil de demostrar o de rechazar en forma concluyente. Parece que los rendimientos promedios provenientes de las acciones con bajas betas son demasiado elevados (es decir, mayores de lo que predice el modelo de valoración de los activos de capital) y que los de las acciones con betas altas son demasiado bajos; pero esta cuestión podría ser un problema relacionado con la forma en la que se realizan las pruebas y no con el modelo en sí mismo<sup>61</sup>.

También habría que mencionar en este campo el desconcertante descubrimiento de Fama y French (1995), que afirman que los rendimientos esperados parecen estar relacionados con el tamaño de la empresa y con la razón del valor contable de las acciones a su valor de mercado. Por otra parte, Merton (1973) ha extendido el modelo de valoración de activos de capital para dar cabida al motivo de la cobertura. Si una cantidad suficiente de inversionistas trata de protegerse contra una misma cosa, el modelo implica una relación riesgo-rendimiento más complicada. Sin embargo, todavía no está claro quién se protege contra qué y por lo tanto el modelo sigue siendo difícil de probar.

El rendimiento esperado de las distintas clases de inversión, según Keynes, depende de las estimaciones del riesgo que, a pesar de la precisión con la que se hubieran hecho, tenían muy poca base. Su punto de partida era lo extremadamente precario de las bases de conocimiento en que deben basarse nuestros cálculos de los rendimientos probables (Skidelsky, 2013, 114).

Las limitaciones del CAPM se han superado con la Teoría de Valoración por Arbitraje o APT (*Arbitrage Pricing Theory*) (Ross, 1976), basado en un modelo multifactorial que relaciona varias variables de riesgo macroeconómicas (sistemáticas) con la fijación de precios.

---

<sup>60</sup> SHARPE, W.F. (1964) y LINTNER, J. (1965).

<sup>61</sup> ROLL, R. (1977) y MAYERS, D. y RICE, E.M. (1979).

Con el tiempo, los economistas han intentado dar explicaciones convincentes sobre el movimiento del precio global de las acciones en términos de principios económicos básicos. Sin embargo, nunca lo han conseguido. Al parecer, no se pueden explicar a través de variaciones de los tipos de interés, de los dividendos o beneficios subsiguientes, o de ninguna otra cosa (Akerlof y Shiller, 2009, 220). No se puede demostrar de manera concluyente que el comportamiento del mercado bursátil haya sido irracional. Pero con toda esta polémica nadie ha presentado pruebas reales que demuestren que la volatilidad es racional (*ibid.*, 221-222).

Una de las teorías financieras que forma parte de esta línea es la expuesta por Modigliani y Miller (1958) al tratar la estructura de capital. Planteaban que da lo mismo que una empresa se financie con endeudamiento o con recursos propios. Modigliani y Miller no tuvieron en cuenta la posibilidad de bancarrota y los costes que ésta llevaba asociados, ni el hecho de que cuanto más endeudada está una empresa, más probabilidades tiene de quebrar.

Las crisis financieras citadas, tanto la de 1929 como la de 2008 así como otras menores, nos informan de la irracionalidad de los mercados financieros y de sus intervinientes. ¿Qué acontecimientos se producen en el mercado que generan la voz de alarma?: las fuertes fluctuaciones del precio de las acciones y las materias primas, las fluctuaciones de los productos financieros vinculados a los tipos de interés, las burbujas financieras (por ejemplo en el mercado inmobiliario y en el bursátil), las dificultades financieras de muchas entidades financieras (posibles quiebras), la volatilidad de los tipos de cambio, etc.

Siempre, al menos desde varias décadas, se ha desterrado la idea de que los economistas tienen una confianza ilimitada de la eficiencia de los mercados financieros. La hipótesis de racionalidad de los mercados constituye el comienzo en el análisis económico y los desarrollos posteriores deben ir encaminados a enriquecer conceptualmente esta hipótesis para comprender adecuadamente los fenómenos económicos de los mercados. Actualmente, dada la información recibida (sobre todo por los avances tecnológicos), se conoce con cierta certeza el funcionamiento de los mercados.

Como muy bien comenta Schiller (2015, 450):

La historia del pensamiento en los mercados financieros ha evidenciado una sorprendente falta de consenso con respecto a una pregunta fundamental: ¿qué es lo que en última instancia causa todas esas fluctuaciones en el precio de los activos especulativos como las acciones corporativas,

las materias primas o las propiedades inmobiliarias? Podríamos pensar que una pregunta tan básica ya habría sido contestada con seguridad hace mucho tiempo. Pero la respuesta no es tan fácil.

## 5. ¿HA AVANZADO LA TEORÍA FINANCIERA?

Evidentemente, sí, se han generado en estos años avances importantes en la teoría financiera, nos referimos en este caso a las siguientes líneas de pensamiento:

- La teoría de la agencia
- Finanzas conductuales
- Las asimetrías de información
- El análisis financiero de las burbujas
- La economía de la innovación

### 5.1. LA TEORÍA DE LA AGENCIA

Los actores de un sistema económico pueden comportarse racionalmente desde su punto de vista, pero el resultado puede ser perjudicial desde el punto de vista del conjunto de la colectividad.

El objetivo de la regulación financiera es reducir la divergencia entre el interés individual y el colectivo. Sin embargo, choca con problemas de información. Hay una cantidad inmensa de literatura económica dedicada a lo que en la jerga económica se denominan problemas de agencia, es decir, la utilización de asimetrías de la información por parte de los agentes económicos para lograr sus fines. Dichas asimetrías complican el control de los gestores de fondos por los inversores, de los *traders* por su banco o de las instituciones financieras a las agencias de calificación por los supervisores prudentes (Tirole, 2017, 335-336).

La teoría de la agencia adquirió mucha fuerza en los años setenta<sup>62</sup>. La organización puede ser entendida como una red de contratos, ya sean

---

<sup>62</sup> La teoría de la agencia consiste en que una persona, una empresa o una institución (el principal) solicita a otra (el agente) realizar un determinado

ellos explícitos como implícitos, los cuales establecen las funciones y definen los derechos y los deberes de todos sus *stakeholders*. De esas relaciones surgen las figuras del «principal» y del «agente»: El «principal» es quien (en cualquier nivel jerárquico o para la organización como un todo) establece determinado objetivo, mientras el «agente» es aquel a quien el «principal» delega poder de decisión como un medio de alcanzar el objetivo establecido. Se incluyen en los principales y en los agentes todos los *stakeholders* de la organización, pudiendo ser los funcionarios, los gestores, los accionistas, los proveedores, los clientes, los competidores, los acreedores, los reguladores y los gobiernos.

Con el objetivo de medir el impacto de los conflictos, concretamente el impacto sobre la estructura de capital de las empresas, Jensen y Meckling introdujeron la variable *costes de agencia*<sup>63</sup>. Estos costes pueden ser de tal orden que influyen de forma directa en la estructura de capital de las empresas, pudiendo comprometer la creación de valor para las mismas<sup>64</sup>.

## 5.2. LAS FINANZAS CONDUCTUALES

La economía conductual o economía del comportamiento se sustenta en el análisis del comportamiento de los individuos. Aunque éstos no se comporten con criterios de racionalidad podemos predecir sus acciones y condicionarlas. La economía conductual estudia los sesgos que se producen así como las percepciones erróneas sistemáticas.

Un conjunto de experimentos muestra lo frágiles y fácilmente influenciables que pueden ser nuestras convicciones. Se pide a unos individuos que

---

trabajo en su nombre. Para que exista una relación de agencia, el agente debe ser autorizado a suscribir, modificar o cancelar contratos con terceros en nombre del principal. Véase JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976).

<sup>63</sup> Los costes de agencia son compuestos por tres elementos: el coste de oportunidad asociado a la reducción de la riqueza cuando existen divergencias entre accionistas y gestores; costes de control de las actividades de los gestores, tales como auditorías y otros tipos de control; costes de quiebra y reestructuración de la empresa.

<sup>64</sup> Véase un estudio amplio sobre teoría de la agencia en PERIS-ORTIZ, M., RUEDA ARMENGOT, C., DE SOUZA RECH, C. y PÉREZ MONTIEL, M. (2012).

extraigan un número al azar. A continuación se les hace una pregunta sobre un tema del que tienen relativamente poca información, como por ejemplo, el número de barcos que pasaron por el canal de Panamá el año pasado. Se da la circunstancia de que la respuesta está, sistemáticamente, relacionada con el número aleatorio que habían extraído anteriormente: quienes sacaron un número grande sistemáticamente responden dando una cifra más alta (Stiglitz, 2015, 206).

Ya Keynes en su época se adelantó a considerar los comportamientos erráticos que tenían las personas:

Keynes ofreció una visión adelantada a su tiempo de los mercados especulativos. En su libro de 1936 *La teoría general del empleo, el interés y el dinero* describió los mercados especulativos como similares a una competición que un periódico local de la época ofrecía a sus lectores. A su metáfora se la denomina generalmente como teoría del concurso de belleza del mercado de valores de Keynes. Se invitaba a los lectores a que examinasen un centenar de fotografías de rostros bonitos y presentasen una lista de los seis que considerasen más bellos. El ganador sería aquel cuya lista se correspondiese más estrechamente con los rostros más populares entre todas las listas de seis rostros enviadas por los lectores. Para ganar el concurso, naturalmente, una persona racional no elegiría guiarse por sus preferencias personales. En cambio, debería elegir los seis rostros que pensara que los demás considerarían más bonitos. Mejor aún, debería elegir los rostros que pensara que los demás pensarían que los demás considerarían los más bonitos, o debería elegir los rostros que pensara que los demás pensarían que otros pensarían que los demás considerarían los más bonitos. Lo mismo se puede aplicar en el caso de la inversión en bolsa. Según Keynes, hay algunas personas que practican el cuarto, quinto y más elevados grados, un mayor número de grados de separación de la realidad de los que estaban incorporados en la ecuación de arriba. Así es como funcionan los mercados especulativos, dijo Keynes. Los participantes activos están tratando de asumir sus predicciones respecto de la valoración convencional de los activos en un futuro cercano, no del valor real (Shiller, 2015, 381-382).

Es a partir de la década de los cincuenta cuando la disciplina *behavioural economics* adquiere carta de naturaleza y tiene un gran impulso, motivado sobre todo por el cuestionamiento de los criterios de racionalidad de los agentes económicos que imperaba en los planteamientos clásicos. Lejos de esta racionalidad el planteamiento se sustenta en la

idea de que los individuos, en la toma de decisiones y por el propio funcionamiento del cerebro, cometen muchos sesgos cognitivos<sup>65</sup>.

Las aportaciones de Tversky<sup>66</sup> como científico social, con una formación en psicología cognitiva y matemática, lo llevaron junto a Kahneman (2011) a sentar las bases de lo economía conductual<sup>67</sup>. No obstante, la Academia sueca, ya en 1917, reconoció esta línea de trabajo reconociéndole el Premio Nobel de Economía a Thaler, de la Universidad de Chicago, por sus aportaciones a la economía del comportamiento<sup>68</sup>.

En concreto, las Finanzas recogen esta tendencia y cuando analiza la toma de decisiones de los agentes en los mercados financieros, abandona la idea clásica de racionalidad, e introduce estos riesgos cognitivos, es lo que denominamos *Finanzas Conductuales*. La revolución de esta materia, que incorporó la psicología y otras ciencias sociales al ámbito de las Finanzas, tuvo su lanzamiento en los años ochenta<sup>69</sup> pero el prestigio público no fue hasta la década siguiente<sup>70</sup>.

Shiller, uno de los referentes de esta línea, hace muchas referencias a las enseñanzas de la psicología financiera (*Behavioral Finance*) y describe algunos errores típicos en las decisiones financieras: el anclaje (*anchoring*) que nos hace extrapolar hacia el futuro el pasado reciente; el sesgo retrospectivo (*hindsight bias*), que al exagerar la previsibilidad de lo ya ocurrido hace que pequemos de exceso de confianza (*overconfidence*) cuando miramos al futuro, pues lo consideramos más previsible de lo que en realidad es; o las cascadas informativas (*information cascades*), que nos hace atribuir valor informativo a conductas ajenas que se limitan a imitar a otras, lo que favorece las epidemias especulativas (Shiller, 2015).

---

<sup>65</sup> Véase un contenido interesante sobre estos temas en el capítulo 5 del libro de Tirole dedicado a la problemática de los incentivos, TIROLE (2017, 137-165).

<sup>66</sup> TVERSKY, A. y KAHNEMAN, D. (1974) y TVERSKY, A. y KAHNEMAN, D. (1979).

<sup>67</sup> Hay un libro de Lewis que cuenta la vida de estos psicólogos y su aporte, LEWIS, M. (2017).

<sup>68</sup> THALER, R.H. (2015) y THALER, R.H. y SUNSTEIN, C.R. (2009).

<sup>69</sup> Véase un recorrido por las aportaciones de la psicología financiera después de 1980 en SHILLER (2015, 486-488).

<sup>70</sup> Existen numerosos trabajos sobre las finanzas conductuales, entre otros: BARBERIS, N. y THALER, R. (2003), SHILLER, R.J. (2003), SHEFRIN, H.M. (2008), BAKER, M. y WURGLER, J. (2013).



La eficiencia del mercado como evidencia y el cuestionamiento de la misma a la hora de ser determinante para la formación de los precios fueron condicionantes suficientes para que los estudiosos comenzaran a prestar atención a una serie de fluctuaciones que generan los mercados financieros<sup>71</sup>.

Podemos citar a modo de ejemplo algunos temas que estudia. Comportamientos producidos por aversión a las pérdidas, moralidad endógena, preferencia por ciertos riesgos, exceso de optimismo, el pánico frente a situaciones adversas, escasa atención a determinados riesgos. Una línea reciente de estos trabajos es la de Bénabou (2013) sobre las negociaciones de la realidad que, en su opinión, influyeron en la ofuscación colectiva que sufrió el mundo de las finanzas frente a las *suprimes*.

Los psicólogos han observado que, cuando se toman decisiones riesgosas, las personas son particularmente renuentes a incurrir en pérdidas. Parece ser que los inversionistas no se concentran solo en el valor actual de sus tenencias (VAN), sino que miran hacia atrás para saber si sus inversiones muestran una utilidad o una pérdida. Esta observación es la base para *la teoría de la prospectiva* propuesta por Tversky y Kahneman (1979)<sup>72</sup>.

El dolor de una pérdida también parece depender del hecho de que provenga de los talones de inversiones anteriores. Una vez que los inversionistas han sufrido una pérdida, pueden estar incluso más preocupados de no incurrir en otra. De manera opuesta, del mismo modo que se sabe que los apostadores están más dispuestos a hacer apuestas grandes cuando tienen ventaja, del mismo modo los inversionistas

---

<sup>71</sup> Los modelos de comportamiento que han podido observarse en los precios de los activos especulativos son consistentes hoy con una concepción de la eficiencia del mercado como una verdad a medias y, al mismo tiempo, con una concepción de que en estos mercados existen complejidades conductuales que necesitan abordarse mediante innovaciones financieras y regulaciones económicas que hayan sido diseñadas adecuadamente, SHILLER, R.J. (2015, 498).

<sup>72</sup> La teoría de la prospectiva consiste en dos cuestiones: a) el valor que los inversionistas atribuyen a un resultado en particular está determinado por las ganancias o por las pérdidas en las que han incurrido desde que se adquirió el activo o desde que se revisó el último nivel de tenencias, y b) los inversionistas son particularmente adversos a la posibilidad de incluso una pérdida muy pequeña y necesitan un alto rendimiento para compensarla.

pueden estar más preparados para correr el riesgo de una depresión del mercado de acciones después de que han disfrutado una serie de rendimientos inesperadamente altos. Si en verdad sufren una pérdida pequeña, tendrán por lo menos el consuelo de tener todavía una ventaja durante el año (Thaler y Johnson, 1990).

Shiller, que ha sido un ferviente defensor de esta rama de las Finanzas, plantea lo siguiente:

... las ideas sobre inversión pueden propagarse como una epidemia. Los economistas no han mostrado tradicionalmente demasiado interés en la epidemiología, la sociología, la psicología social o las comunicaciones y el periodismo, y les supone cierto esfuerzo tener en cuenta tradiciones económicas ajenas<sup>73</sup>.

Destacamos en esta línea de trabajo el concepto de *espíritus animales*<sup>74</sup>:

En el uso original del término –spiritus animalis, en latín medieval–, la palabra animal significaba «de la mente» o «que animal» y se refería a la energía mental primordial y a la fuerza vital. Pero en la economía moderna, *los espíritus animales* han adquirido un significado diferente y, en la actualidad, designa el componente fluctuante e inconsistente de la economía. Representa nuestra peculiar relación con la ambigüedad o la falta de certeza. A veces *los espíritus animales* nos paralizan, mientras que en otras ocasiones nos revitalizan y nos llenan de energía, haciendo que superemos nuestros miedos e inseguridades (Akerlof y Shiller, 2009, 21-22).

---

<sup>73</sup> SHILLER, R.J. (2015, 452). Discurso de aceptación del premio Nobel: Los precios de los activos especulativos.

<sup>74</sup> Los felices veinte fueron una época de paz y prosperidad, regocijo, mucha actividad social y un crecimiento económico sólido. Se produjo un boom espectacular del precio de las acciones en todo el mundo que culminó en 1929 con el crac del mercado bursátil internacional. Luego el mundo quedó sumido en la depresión de los años treinta. Para comprender estos acontecimientos debemos acudir a la teoría sobre los espíritus animales y sus elementos clave, AKERLOF, G.A. y SHILLER, R.J. (2015, 115).

### 5.3. LAS ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN

Una investigación especialmente activa en las tres últimas décadas es la que trata de la dificultad de llegar al buen precio en un mercado financiero en el que la información no se difunde uniformemente. Esta investigación tiene su origen en los trabajos publicados en 1970 por Akerlof<sup>75</sup>. Además, en esta línea, figuran las aportaciones de Akerlof y Stiglitz (1969).

Tal como comenta Stiglitz, que es un referente desde el punto de vista académico en este campo, cuando la información que fluye en los mercados no es perfecta y distorsiona la toma de decisiones, sobre todo en la asunción de riesgos, es en ciertas áreas como las Finanzas donde los efectos son devastadores. Estas imperfecciones de información condicionan la libre competencia y cuestionan la eficiencia de los mercados financieros.

Un concepto importante es el del *sesgo de confirmación*, que consiste en que los individuos procesan la información acorde con sus convicciones previas de un modo distinto a cómo procesan la información desacorde. La información que es acorde se recuerda, se considera relevante y reafirma las convicciones. La información que es desacorde tiene más probabilidades de ser ignorada, minimizada u olvidada (Stiglitz, 2015, 207). Las ficciones sobre el equilibrio que pueden surgir a consecuencia de ese proceso son convicciones que se mantienen sólidamente porque las evidencias que ve la gente –tal y como las percibe y las procesa– son plenamente acordes con esas convicciones (*ibid.*, 207).

### 5.4. EL ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS BURBUJAS

La hipótesis de la eficiencia de los mercados financieros nos remite a la idea de que el precio de un activo financiero refleja su verdadero valor, también denominado fundamental, es decir, el valor de sus futuros rendimientos, actualizados al tipo de interés correspondiente. Pero puede ocurrir que el precio de un activo financiero no sea igual a su

---

<sup>75</sup> AKERLOF, G.A. (1970), AKERLOF, G. y KRANTON, R.E. (2020) y AKERLOF, G.A. y YELLEN, J.L. (1986).

verdadero valor. Una primera causa de esa diferencia es la existencia de una burbuja.

Las burbujas han sido estudiadas ampliamente y numerosas investigaciones se basan en observar las condiciones que deben darse para que surjan y los efectos que genera. La señal de una burbuja es el incremento de valor de unos activos y también el aumento de los tipos de interés y la liquidez de los mercados financieros. Cuando surgen estos fenómenos es normal que aumente el endeudamiento de los agentes que están en posesión de esos activos estimulando todo ello la economía en su conjunto (Farhi y Tirole, 2012).

Las burbujas se pueden producir cuando los precios aumentan rápidamente<sup>76</sup>, y más y más inversionistas se unen al juego bajo el supuesto de que los precios continuarán en ascenso<sup>77</sup>. Esas burbujas pueden auto sostenerse durante un tiempo.

Hay trabajos importantes que sugieren la existencia de burbujas en los mercados financieros. Shiller, por ejemplo, ha puesto en guardia repetidas veces contra las burbujas (Shiller, 2015). Un método que se suele utilizar (abordados en los trabajos pioneros de Shiller) se basa en la distinción entre fundamental y burbuja y comparar el precio de los dividendos u otros beneficios generados por el activo<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> «El estado emocional de los inversores cuando deciden sobre su inversión es, sin duda, uno de los factores más importantes que hay detrás de un mercado en alza. Aunque su estado de ánimo puede ser en parte consecuencia de una serie de factores como el aumento del sentimiento materialista y el individualismo, también está amplificado por el impacto psicológico de la tendencia al alza cada vez más fuerte que se observa en el mercado», SHILLER, R.J. (2015, 189).

<sup>77</sup> Tal como plantea Shiller, durante las burbujas parece que el ambiente psicológico no presta atención al hecho de que los precios puedan caer, y se instala la firme creencia de que nunca caerán, SHILLER, R.J. (2015, 25).

<sup>78</sup> Shiller inició su carrera de economista como especialista en econometría, lo que le familiarizaría con el análisis de series históricas y la construcción de modelos para interpretarlas. En 1981 alcanzó notoriedad cuando demostró que la gran volatilidad de la bolsa no es congruente con la teoría de la eficiencia de los mercados financieros, pues los cambios de las cotizaciones bursátiles son mucho más intensos y frecuentes que la nueva información sobre los dividendos futuros de las compañías, única variable cuyo valor descontado determina, según esta teoría, el valor de las cotizaciones.

Schiller sostiene que los mercados de renta fija sufren también burbujas. Para él, el bajo nivel de tipos de interés a largo plazo que reinaba recientemente tiene un claro componente especulativo. Una de sus posibles causas es que la reducción de los tipos de interés ha producido a los inversores ganancias de capital en las últimas décadas, lo que ha hecho que los bonos aparecieran como una inversión atractiva incluso aunque nada garantice que vayan a producir un buen rendimiento real de aquí a su vencimiento. Concluye con una advertencia como las que hizo en los años 2000 y 2005 sobre la bolsa y el mercado inmobiliario: hay razones para preocuparse sobre los amplios efectos potenciales del fin de la prolongada tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo y de la correspondiente caída de los precios de los bonos a largo plazo<sup>79</sup>.

Schiller utiliza un término representativo que refleja el comportamiento de los agentes en el momento de una burbuja y es la exuberancia irracional:

Esas irracionalidades sistémicas también provocan fluctuaciones macroeconómicas. La exuberancia irracional conduce a burbujas y a booms; el pesimismo irracional, a crisis. En el periodo de la exuberancia irracional, la gente subestima el riesgo. Así lo ha hecho en el pasado y seguramente, cuando el recuerdo de esta crisis (la de 2008) haya desaparecido, volverá a hacerlo en el futuro. Cuando los precios de los activos empiezan a subir, la gente pide hipotecas mientras los bancos se lo permiten, y eso puede alimentar una burbuja de crédito. Como los problemas son imprevisibles, el gobierno –a través de la política monetaria, fiscal y regulatoria– puede tomar medidas para ayudar a estabilizar la economía (Stiglitz, 2010, 299).

Hay que aclarar una cuestión. Comentamos anteriormente la hipótesis de los mercados eficientes, si esta hipótesis es cierta no tiene sentido que existan burbujas. Es verdad que, según los defensores de esta hipótesis, las burbujas son impredecibles, en el sentido que no se puede hablar de ella hasta que estalle. No obstante, se pueden realizar aproximaciones probabilísticas dentro de un ambiente de inseguridad. Por supuesto, las políticas normalmente se articulan en un ambiente de incertidumbre, pues esta característica, como hemos visto, es con-

---

<sup>79</sup> Véase SHILLER, R.J. (2015), en concreto el capítulo 2, páginas 65-76, que hace un recorrido por el mercado de bonos.

sustancial con el sistema económico. Por tanto, ya en 2006, y algunos lo manifestaron, se estaba creando una burbuja inmobiliaria o al menos cierto parecido (Stiglitz, 2010, 314-315).

### 5.5. LA ECONOMÍA DE LA INNOVACIÓN

El cambio sustancial de las economías en los últimos cien años es debido al progreso técnico y esto ha supuesto mejoras del estilo de vida. Hoy en día podemos afirmar que existen numerosos trabajos en torno a esta idea y centran la atención en la innovación<sup>80</sup>.

Shumpeter (1934, 2008, 2016) es el referente en este campo y profundizó en la competencia por la innovación. Su idea se basaba en que el crecimiento de la economía se analizaba mejor profundizando en su estructura, en la mayor productividad, la especialización y en la mayor complejidad del sistema financiero<sup>81</sup>. El análisis tradicional se basaba, cuando se estudiaba el desarrollo de los países, en los recursos. Schumpeter adoptó el punto de vista opuesto. En este sentido, distinguió tres factores que impulsaban el proceso: la innovación, los empresarios y el crédito:

... Según él, el rasgo distintivo del capitalismo era la innovación permanente, lo que definió en una frase célebre como *el vendaval perenne de la destrucción creadora* (Nasar, 2012, 217-218).

Schumpeter, por otra parte, incorporó el concepto de la *destrucción creativa*:

---

<sup>80</sup> Véase los siguientes trabajos representativos de esta línea: KALDOR, N. (1957), ARROW, K.J. (1962), USAWA, H. (1965), NELSON, R.R. y PHELPS, E.S. (1966), DASGUPTA, P. y STIGLITZ, J.E. (1980) y ROMER, P. (1986).

<sup>81</sup> «Es cierto que el sector financiero, particularmente necesitado de confianza para actuar era más vulnerable a los pánicos y los cracs. Pero en una economía sin un mercado financiero en buen estado y un sistema bancario robusto no existirían las facilidades crediticias y los bajos tipos de interés necesarios para la innovación. Lo que distinguía a una economía próspera no era la ausencia de crisis y de depresiones, sino, como también remarcó Irving Fisher, el hecho de que en los momentos de expansión inversora se pudiera recuperar con creces el terreno perdido», NASAR, S. (2012, 220).

La *destrucción creativa* es un proceso mediante el cual emergen continuamente nuevas innovaciones, convirtiendo en obsoletas las tecnologías existentes. De manera continua nuevas empresas ingresan en el mercado, compitiendo con las anteriores, y nuevas tareas y actividades aparecen y reemplazan a las ya existentes. La *destrucción creativa* es la fuerza conductora del capitalismo, asegurando su renovación y reproducción permanente, pero al mismo tiempo genera riesgos y turbulencias que deben ser administrados y regulados (Aghion, Angeloni y Bunel, 2021, 15).

Hay ambientes propicios para la creación de las ideas y además para darse a conocer. Si además se ponen en práctica se produce avances incontestables. El proceso de aprendizaje de las empresas, por ejemplo, propicia que la tecnología se pueda poner en práctica y las empresas aprenden unas de otras. Todo lo que avancemos en esta línea supone un avance en la sociedad (Stiglitz y Greenwald, 2015, 43). Arrow (1962) fue un pionero en el examen de la economía de estos procesos de aprendizaje, destacando sus trabajos sobre la economía de la investigación y el desarrollo. Destacó que aunque se produce cierto conocimiento por la asignación deliberada de recursos a la investigación y el desarrollo, gran parte del progreso técnico es un subproducto de la producción o la inversión.

Las mejoras en los procesos en las economías modernas se han visto amplificadas por el proceso en que éstas aprenden<sup>82</sup>, a través de innovaciones organizativas. Muchas de estas mejoras se generan en los propios procesos de producción y no suele ser el resultado de avances tecnológicos espectaculares (Stiglitz y Greenwald, 2015, 43).

Deberíamos señalar que el capital intelectual rara vez se intercambia. Por el contrario, los proveedores lo retienen rigurosamente y lo arriendan u ofrecen a otros la licencia de uso por un tiempo delimitado (Rifkin, 2000, 15).

La metamorfosis que se produce al pasar de la producción industrial al capitalismo cultural viene acompañada de un cambio igualmente significativo que va de la ética del trabajo a la ética del juego. Mientras que la era industrial se caracterizaba por la mercantilización del trabajo, en la

---

<sup>82</sup> «Aunque nos resulte sorprendente, conservamos durante toda la vida la misma capacidad de aprender que teníamos cuando éramos niños. Lo que sí perdemos con el paso del tiempo es la motivación para aprender», SIGMAN, M. (2022, 17).

era del acceso destaca sobre todo la mercantilización del juego, es decir la comercialización de los recursos culturales incluyendo los ritos, el arte, los festivales, los movimientos sociales, la actividad espiritual y de solidaridad y el compromiso cívico, todo adopta la forma de pago por el entretenimiento y la diversión personal (*ibid.*, 17-18).

## 6. ¿ESTAN LAS FINANZAS AL SERVICIO DE LA CALIDAD DE VIDA? ¿CONTRIBUYEN A REDUCIR LA BRECHA DE LA DESIGUALDAD?

En los dos últimos siglos es evidente que los procesos de globalización y colonización han contribuido a la desigualdad en la riqueza de las naciones. Las ganancias obtenidas en el comercio se aplicaron a inversiones en educación, cuestión ésta que sirvió para incrementar la renta per cápita y todo esto en los países que mostraban unos niveles mayores de industrialización. Sin embargo, los beneficios del comercio en las naciones no industriales se canalizó hacia el aumento de la natalidad y el crecimiento demográfico (Galor, 2022, 179).

El protestantismo contribuyó a establecer una relación entre los rasgos culturales y el crecimiento económico. Weber (2012) argumentaba que con la capacidad de amasar riqueza se podía alcanzar el cielo, era una legitimación de la riqueza como un fin en sí mismo. La ética protestante era la fuente del espíritu del capitalismo en Europa occidental (Galor, 2022, 211).

La ilustración creó una cultura basada en la creencia de que se podía construir un mundo mejor mediante el progreso científico, tecnológico e institucional. El historiador de la economía Mokyr (2005 y 2016) ha descrito recientemente esta perspectiva, más apropiada para la rápida adaptación a un entorno cambiante, como una cultura del crecimiento (Galor, 2022, 219).

El concepto de prosperidad económica es una interpretación que ha cosechado numerosas críticas. Entre las acusaciones que ha merecido, destaca la que señala que el crecimiento, en el mejor de los casos, ha distribuido sus beneficios de manera completamente desigual. Un quinto de la población mundial se beneficia de solo el dos por ciento del ingreso global. En contraste, el 20 por ciento más rico acapara el 74 por ciento de los ingresos mundiales (Jackson, 2011, 27).

La fórmula convencional para alcanzar la prosperidad se basa en la búsqueda del crecimiento económico. Según esta visión, unos ingresos



cada vez más altos incrementarán el bienestar y traerán la prosperidad para todos<sup>83</sup>. Jackson pone en cuestión que el crecimiento económico siga siendo una meta legítima para las naciones ricas, cuando en todo el mundo persisten enormes disparidades de ingresos y de bienestar, y cuando la economía global está cada vez más condicionada por los límites ecológicos. Analiza si los beneficios del crecimiento económico continuado siguen siendo mayores que sus costes y examina el supuesto de que el crecimiento es esencial para alcanzar la prosperidad. En síntesis, plantea un interrogante: ¿Es posible tener prosperidad sin crecimiento? (Jackson, 2011, 41).

A pesar del progreso evidente de la sociedad a lo largo de la historia se han producido fases de regresión desigualitaria si comparamos las condiciones de vida del siglo XVIII con las del siglo XXI. La Revolución Industrial, a pesar de sus efectos positivos en la productividad, se apoyó en sistemas de dominación extremadamente violentos, esclavistas y coloniales, que adquirieron una dimensión histórica sin precedentes durante los siglos XVIII, XIX y XX, antes de que las potencias europeas entraran en una fase de autodestrucción genocida entre 1914 y 1945. Esas mismas potencias tuvieron que claudicar y acceder a las descolonizaciones de la década de 1950-1960 mientras, casi al mismo tiempo, las autoridades estadounidenses extendían por fin los derechos civiles a los descendientes de esclavos (Piketty, 2019, 34).

Las economías liberales de mercado<sup>84</sup>, a los efectos de mantener el consumo, han fomentado niveles de deuda mayores (Jackson, 2011, 47) que las economías coordinadas de mercado<sup>85</sup>. Por ejemplo, entre 1914 y 1980, las desigualdades de renta y de patrimonio se redujeron considerablemente en todo el mundo occidental (Reino Unido, Francia, Alemania, Estados Unidos, Suecia, etc.), así como en Japón, Rusia, China y la

---

<sup>83</sup> «Es interesante observar que no hay aquí una pauta estricta en la relación entre el aumento del ingreso y un mayor nivel de florecimiento. Sin duda, los países más pobres sufren enormes penurias en lo relativo a esperanza de vida, mortalidad infantil y participación escolar. Pero cuando los ingresos sobrepasan aproximadamente los 15 000 dólares per cápita, los beneficios del crecimiento disminuyen sustancialmente. Algunos países alcanzan niveles significativos de florecimiento con solo una fracción del ingreso de los países más ricos», JACKSON, T. (2011, 84).

<sup>84</sup> Australia, Canadá, Nueva Zelanda, el Reino Unido y EE. UU.

<sup>85</sup> Bélgica, Francia, Alemania, Japón y los países escandinavos.

India, aunque de forma diferente... El primer factor fue el surgimiento y consolidación a largo plazo del Estado social... El segundo factor fue el desarrollo de una fiscalidad muy progresiva sobre la renta y las herencias (Piketty, 2021, 147).

¿Cómo podemos medir la desigualdad? (Aghion, Antonin y Bunel, 2021, 129-131):

La medida más común de desigualdad global de ingresos es el coeficiente de Gini<sup>86</sup>. Una segunda forma de medir la desigualdad se basa en una parte de la distribución de ingresos. La medida más utilizada se interesa por la parte del total de ingresos que se apropia el 1 por ciento<sup>87</sup> de los individuos que tienen los más altos ingresos<sup>88</sup>. El tercer tipo de medida de la desigualdad de ingresos es de naturaleza dinámica: refleja la probabilidad de que los hijos vayan a tener ingresos similares a los de sus padres. Eso refleja la falta de movilidad social. Cuanto mayor es la correlación entre el ingreso de los hijos con el ingreso de sus padres, menor es la movilidad social existente en el país.

---

<sup>86</sup> Cuando un país se acerca a una situación de igualdad perfecta, el coeficiente de Gini se aproxima a cero; por el contrario, cuanto mayor es la concentración del ingreso en una pequeña cantidad de individuos, entonces el coeficiente de Gini se aproxima a 1. Un valor en torno a 30 es considerado propio de países bastante igualitarios. Este coeficiente ha descendido desde más de 70 puntos a mediados de los ochenta a los 65 puntos actuales. Alemania y Estados Unidos mantienen niveles iniciales de desigualdad similares, en torno a un Gini de 55 puntos, (ONTIVEROS, E. 2019, 110-111).

<sup>87</sup> En Estados Unidos, el 1 por ciento en la cima dispone de más del 40 por ciento de la riqueza total del país. Poco más de dos docenas de individuos, casi todos varones, tienen tanto peso económico como toda la población de China, la India y África juntas, STIGLITZ, J.E. (2019, 79).

<sup>88</sup> Esta fracción se calcula con facilidad; primero formamos el grupo con la persona con el ingreso más alto del país, luego agregamos a la persona con el segundo ingreso más alto, luego el tercero, y así sucesivamente hasta que hayamos incluido al 1 por ciento de la población más rica. Luego sumamos los ingresos de todos los individuos de ese grupo y calculamos el cociente entre esa suma y el ingreso de toda la población activa del país. Ese cociente representa la parte del ingreso total que va al 1 por ciento con mejores ingresos (el 1 por ciento más rico).

Parece ser que los determinantes claves en la desigualdad (distribución de la renta y la riqueza) son la tecnología y la globalización<sup>89</sup>. Entre las razones que se plantean es la inadecuada educación<sup>90</sup> que motiva que franjas importantes de población están ajenas a la adquisición de las habilidades necesarias<sup>91</sup> para enfrentarse a esas transformaciones económicas y tecnológicas (Ontiveros, 2019, 113).

Stiglitz, cuando le preguntan en qué momento nos apartamos del buen camino en el sentido de identificar un momento en el que hemos circulado hacia una desigualdad cada vez mayor, comenta:

---

<sup>89</sup> «La globalización ocupa el lugar central en la crisis económica de Estados Unidos. Por un lado, los críticos del proceso la culpan de las penurias de la clase media estadounidense», STIGLITZ, J.E. (2019, 122).

<sup>90</sup> «... es sorprendente constatar hasta qué punto las oportunidades de acceso a los estudios universitarios en Estados Unidos están determinadas por la renta familiar. Cruzando información sobre los estudiantes y las declaraciones de renta de sus padres, diversos estudios han podido demostrar que la probabilidad de acceder a los estudios superiores (incluidos los diplomas cortos de dos años) apenas superaba el 20 por ciento en 2010 para los estudiantes de familias en el 10 por ciento inferior de la distribución de rentas. Esta probabilidad se eleva a más del 90 por ciento, casi de forma lineal, para los jóvenes pertenecientes a familias situadas en el 10 por ciento superior de la distribución de rentas», PIKETTI, T. (2019, 52-53).

<sup>91</sup> «Dos sectores de servicios que deberían generar crecimiento en el empleo durante esa transición de la economía industrial a la economía de servicios son la educación y la sanidad, unos sectores en los que el Estado, como es lógico, desempeña un papel importante. La demanda en estos dos ámbitos no tiene nada que ver con las fuerzas normales del mercado, sino con cómo la sociedad valora los servicios que ofrecen, cuánto cuidamos de los que cuidan de nuestros hijos, de nuestros enfermos y de nuestros mayores. Si consideramos que esos servicios son muy valiosos, si nos importa cómo se educa a nuestros hijos o cómo se atiende a nuestros mayores, podemos gravar y pagar mucho por estos servicios; si lo hiciéramos, los salarios en esos sectores subirían y, con ellos, también el respeto a nuestros maestros, enfermeros y cuidadores. También necesitamos políticas industriales y educativas que faciliten la transformación estructural, de la misma forma que las políticas tuvieron un papel crucial en la transformación anterior. Esto será especialmente importante en el paso a la economía del conocimiento: el Estado tiene que ser un factor fundamental para la creación de una sociedad basada en el aprendizaje», STIGLITZ, J.E. (2018, 135-136).

Entre los hechos que precipitaron el cambio están el comienzo de la desregulación del sector financiero y la reducción de la progresividad del sistema impositivo. La desregulación condujo a una excesiva financierización de la economía –hasta el punto de que antes de la crisis de 2008, el 40 por ciento de todos los beneficios de las grandes empresas iban a parar al sector financiero–. La senda de desregulación por la que Reagan llevó al país también fue seguida, lamentablemente, por sus sucesores (Stiglitz, 2015, XIX-XX).

Tal como plantea Piketty:

... el aumento de las desigualdades socioeconómicas observado en la mayoría de los países y las regiones del planeta desde la década de 1980-1990<sup>92</sup> figura entre los cambios estructurales más inquietantes de los que el mundo se enfrenta a comienzos del siglo XXI (Piketty, 2019, 35).

El aumento de las desigualdades desde 1980 es un fenómeno actualmente bien documentado y reconocido. No obstante, el hecho de estar de acuerdo con esta premisa no implica que exista un consenso sobre las soluciones: la clave no es tanto el nivel de desigualdad, sino más bien su origen y su esquema de justificación (*ibid.*, 38).

A principios de la década de los ochenta la clase media americana se encontraba al mismo nivel que la europea. Entre 1985 y 2020 se ha reducido una cuarta parte y la parte del 50 por ciento más pobre sigue reduciéndose a niveles cada vez menores<sup>93</sup>. En Europa, el 40 por ciento

---

<sup>92</sup> «... el crecimiento económico estadounidense, como también ocurrió con el europeo, fue más intenso en el período igualitario de 1950-1980 que durante el período siguiente, que estuvo caracterizado por un aumento de las desigualdades de dudosa utilidad social. El aumento de las desigualdades observado desde 1980 en Estados Unidos, mayor que el registrado en Europa, no ha generado un crecimiento económico suplementario y, en cualquier caso, no ha beneficiado al 50 por ciento más pobre, que ha sufrido un estancamiento total de su nivel de vida en términos absolutos y un hundimiento en términos relativos», PIKETTY, T. (2019, 39).

<sup>93</sup> «Los datos que describen lo que ha ocurrido en Estados Unidos dan que pensar: las rentas de la mayoría de los estadounidenses llevan casi un tercio de siglo estancadas. La vida burguesa –un trabajo decente con un salario decente y cierta seguridad, la capacidad de poseer una vivienda y enviar a los hijos a la universidad y la esperanza de una jubilación razonablemente cómoda– parece algo que está cada vez más fuera del alcance de gran parte del país. Las cifras

intermedio ha sufrido un debilitamiento y, sobre todo, del 50 por ciento más pobre<sup>94</sup>. Ningún país, ningún continente, está en condiciones de presumir o dar lecciones<sup>95</sup>.

El término «financierización» hace referencia al excesivo dominio de los mercados financieros en general<sup>96</sup>, a la hegemonía de objetivos estrictamente financieros, a las prioridades que establecen los inversores, a la posibilidad de transformar cualquier operación económica en un instrumento o transacción financiera<sup>97</sup>.

Se ha producido una novedosa especialización, una reorientación de las cadenas de producción y una nueva división mundial del trabajo. Por citar algunos elementos significativos, Estados Unidos y Reino Unido, Wall Street y la City, actuaron como focos mundiales de las finanzas; la producción se trasladó a Asia y sobre todo a China; el papel de la industria de alta cualificación quedó reservado a Silicon Valley (más a un puñado de acompañantes, y fuera en Alemania, Italia, Corea del Sur o

---

de pobreza no dejan de crecer y la clase media está siendo aniquilada. El único grupo al que le ha ido bien es el situado en la parte más alta, en particular, ese 1 por ciento, y sobre todo a ese 0,1 por ciento, los centenares de miles de estadounidenses más ricos», STIGLITZ, J.E. (2018, 13).

<sup>94</sup> «... llamamos clases populares al 50 por ciento más pobre de la población, clases medias al siguiente 40 por ciento y clases altas al 10 por ciento más rico. Dentro de estas últimas, muy heterogéneas, cabe distinguir entre las clases acomodadas (el primer 9 por ciento, los menos ricos) y las clases dominantes (el 1 por ciento superior)», PIKETTY, T. (2021, 51).

<sup>95</sup> Aunque sea difícil establecer con claridad si la competencia en Estados Unidos ha descendido en los últimos veinte años, no existen dudas de que el crecimiento de la productividad ha estado bajando desde 2005, AGHION, P., ANTONIN, G. y BUNEL, S. (2021, 114).

<sup>96</sup> «Existe un nexo innegable entre la creciente financierización de las economías mundiales y el aumento de las desigualdades. El sector financiero es emblemático de los errores de nuestra economía: un factor importante del aumento de las desigualdades, la principal fuente de inestabilidad económica y una causa fundamental del mal comportamiento de la economía en los treinta últimos años», STIGLITZ, J.E. (2017, 34).

<sup>97</sup> «Por eso los mercados de bonos y acciones han aumentado su protagonismo no solo como canalizadores del ahorro, sino también como medidores del pulso de cualquier economía, e incluso como instrumentos para intimidar a los gobiernos», ONTIVEROS, E. (2019, 126-127).

Taiwán). A España le correspondió convertirse en lugar de vacaciones (Hernández, 2022, 27).

En distintos planos, las asimetrías de poder y recursos se han disparado. Aquellas promesas de un mundo integrado, próspero, tecnológico e interconectado se han resuelto acrecentando las distancias entre países, regiones y clases sociales, conformando sociedades de dos direcciones y provocando debilidades estratégicas. La expansión exterior debilitó la fortaleza interior (Hernández, 2022, 24).

No quiero terminar esta lección sin unas notas finales, una reflexión sobre Canarias y algunas pinceladas de la labor de los economistas y los universitarios.

Con relación a Canarias, es sabido que al ser un territorio interdependiente con una economía abierta, le afectarán los procesos que estamos viviendo de la desglobalización, donde las economías de los países se están replegando hacia dentro de las fronteras afectando a las industrias estratégicas de cada país. Esto lleva consigo un replanteamiento de las importaciones, control de las exportaciones y la realización de grandes programas de inversión pública para estimular la industria propia.

Este proceso de desglobalización se sostiene en cuatro principios (que en algunos casos considero cuestionables): la planificación del propio país es inteligente, que la autosuficiencia es un ejercicio posible, que aumentar los subsidios es positivo y que el proceso de producción que importa es el que se realiza en el propio país.

En Canarias, no deberíamos situarnos en estos planteamientos, y no debemos obsesionarnos como por ejemplo con el frecuentemente denominado «cambio del modelo productivo» y centrar los esfuerzos en recuperar producción que otros lo hacen más eficazmente, a mi modo de ver la estrategia es intentar situarse en la frontera del conocimiento aportando novedosos bienes y servicios, innovadores, en las actividades que tenemos una especialización importante en el mundo como son todas las actividades relacionadas con el turismo y los servicios.

Los poderes políticos suelen actuar en dos direcciones diferentes. Una de las direcciones es la que se basa en planificar en qué sectores y empresas hay que potenciar fomentando la producción con ayudas, subvenciones e incluso tomando participaciones en proyectos público-privados. Otra dirección se basa en la absorción de las tecnologías

innovadoras por parte del tejido productivo. Así, por ejemplo, lo que propiciará el cambio climático no será la producción, sino la adopción de la tecnología.

Como podemos observar son dos vías, una la de oferta y otra de demanda. Pensamos que en numerosas ocasiones la primera no es la más eficiente puesto que no siempre las decisiones de los gobiernos son las más acertadas y el riesgo es generar empresas *zombies* al albor del dinero público. En la segunda, el mercado detectará que existe demanda y aumentará la capacidad para satisfacerla. Hace hincapié en fomentar la competitividad de las empresas propiciando que el tejido productivo incorpore la tecnología más avanzada fomentando los procesos disruptivos.

Como podemos comprobar, esta última tendencia es un homenaje a Keynes que basaba sus políticas en incentivar la demanda, de ahí que las citas a sus aportaciones figuran como columna vertebral a lo largo de esta lección.

En cualquier caso, en esta línea de pensamiento, el conocimiento y la educación ocupan un papel determinante si en Canarias queremos pensar a largo plazo y tener un lugar en el mundo. Aspecto éste que me da pie a los comentarios siguientes.

Y es con relación a la labor de los economistas y los universitarios.

En esta línea, al hablar de la influencia que ejercían los economistas, Keynes comentaba:

Todos los políticos aplican sin saberlo las recomendaciones de unos economistas, muertos con frecuencia hace ya tiempo y cuyos nombres desconocen<sup>98</sup>.

Stiglitz y Greenwald (2015, 45), refiriéndose a la sociedad del aprendizaje, plantean:

... La transformación hacia la sociedad del aprendizaje, que ocurrió alrededor del año 1800 en el caso de las economías occidentales y más reciente-

---

<sup>98</sup> Cita realizada en TIROLE, J. (2017, 93).

mente en el caso de las asiáticas, parece haber tenido un mayor impacto en el bienestar humano que las mejoras en la eficiencia en la aplicación de los recursos o en su acumulación. Si esto es así, comprender cómo crear una sociedad del aprendizaje debería ser una de las preocupaciones centrales de los economistas y otros científicos sociales. El éxito de este esfuerzo puede tener un impacto mucho mayor en la elevación de los niveles de vida que el hecho de determinar cómo incrementar la acumulación de recursos o reducir las ineficiencias asignativas a corto plazo.

Como muy bien expresa Tirole (2017, 81), un investigador puede desarrollar su teoría por orgullo, por codicia o por rivalidad con su vecino de despacho, pero lo esencial es el avance de la ciencia y su validación a través de un proceso de crítica abierto.

Hasta ahora ha funcionado más o menos bien el contrato implícito entre los ciudadanos que son contribuyentes y los investigadores, a pesar de que éstos han adoptado una actitud distante, quizás irreverente. En estos momentos cada vez con más frecuencia será necesario justificar el trabajo realizado frente a los financiadores.

Es preciso que cada vez con más frecuencia los universitarios nos impliquemos como expertos independientes, es verdad que a muchos investigadores no les gusta este papel. Tenemos el deber de cumplir con el papel social posicionándonos sobre los temas en los que hemos adquirido una competencia profesional.

El papel del investigador es analizar lo existente y proponer ideas nuevas, con toda la libertad y sin estar obligado a alcanzar un resultado inmediato. El político vive necesariamente en lo inmediato, bajo la presión de la sanción electoral. Esta diferente relación con el tiempo, unida a incentivos diferentes, no justifica, sin embargo, una desconfianza visceral hacia la clase política. Pero, aunque el científico debe ayudar al político a decidir proporcionándole herramientas de reflexión, no ha de sustituirlo (Tirole, 2017, 90).

La modelización en economía es, en general, bastante similar a la que se practica en las ingenierías. El punto de partida es un problema concreto que o bien ya está claramente identificado, o bien lo ha expuesto un responsable público o privado. A continuación, se pasa a la abstracción. Se extrae la esencia, para poder centrarse en los aspectos fundamentales del problema. El modelo teórico se denomina *ad hoc*: jamás es la representación exacta de la verdad; sus hipótesis son simplificadoras y las conclusiones jamás explicarán la realidad en su conjunto.



Siempre hay que llegar a un equilibrio entre una modelización, que describe los comportamientos de modo más preciso y realista, y unas hipótesis bastante generales que hacen más difícil analizar el modelo (Tirole, 2017, 97).

Para concluir.

La economía, quizá más que el resto de las ciencias humanas y sociales, se considera normativa: aspira a cambiar el mundo. Analizar los comportamientos individuales y colectivos y descubrir ciertas regularidades es importante. Pero la finalidad última es la política económica (Tirole, 2017, 101).



## BIBLIOGRAFÍA

- AGHION, P., ANTONIN, G. y BUNEL, S. (2021), *El poder de la destrucción creativa. ¿Qué impulsa el crecimiento económico?*, Deusto.
- AGHION, P., AKCIGIT, U. y HOWITT, P. (2014), «What do we Learn From Schumpeterian Growth Theory?», en Aghion, S. y Durlauf, S. (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier, vol. 2, pp. 515-563.
- AGHION, P. y HOWITT, P. (1992), «A Model of Growth Through Creative Destruction», *Econometrica*, 60 (2), pp. 323-351.
- AKERLOF, G.A. (1970), «The market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanismo», *Quarterly Journal of Economics*, 89, pp. 488-500.
- AKERLOF, G. y KRANTON, R.E. (2020), *Intenty Economics: How Our Indentity Shapes Our Work, Wages y Well-Being*, N.J., Princeton University Press.
- AKERLOF, G.A. y SHILLER, R.J. (2009), *Animal Spirits*, Gestión 2000.
- AKERLOF, G.A. y STIGLITZ, J.E. (1969), «Capital, Wages and Structural Unemployment», *Economic Journal*, 79 (314), pp. 269-281.
- AKERLOF, G.A. y YELLEN, J.L. (1986), *Efficiency Wage Models of the Labor Market*, Cambridge University Press, Cambridge.
- ALLEN, F. (2001), «Do Financial Institutions Matter?», *Journal of Finance* 56, pp. 1165-1175.
- ALLEN, F., BABUS, A. y CARLETTI, E. (2009), «Financial Crises: Theory and Evidence», *Annual Review of Financial Economics* 1, pp. 97-116.
- ARBERIS, N. y THALER, R. (2003), «A Survey of Behavioral Finance», en *Handbook of the Economics of Finance*, editado por George M. Constantinides, Milton Harris y René M. Stulz. Amsterdam: Elsevier.
- ARMONK, M. y SHARPE, E. (1982), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.

- ARROW, K. y DEBREU, G. (1954), «Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy», *Mathematical Economics* [1983].
- ARROW, K.J. (1962), «The Economic Implications of Learning by Doing», *Review of Economic Studies*, vol. 29, pp. 155-173.
- ARROW, K.J. (1962), «Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention», en Nelson, R. (ed.), *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, National Bureau of Economic Research (NBER), N.J., Princeton University Press.
- BAKER, D. (2002), *The Run-Up in Home Prices: Is It Real or Is It Another Bubble?*, Centro de Investigaciones Económicas y Políticas, agosto, <http://www.cpr.net/index.php/publications/reports/the-run-up-in-home-prices-is-it-real-or-is-it-another-bubble/>.
- BAKER, M. y WURGLER, J. (2013), «Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey», Capítulo 5, *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 2, pp. 357-424.
- BARBERIS, N. y THALER, R. (2003), «A Survey of Behavioral Finance», en *Handbook of the Economics of Finance*, editado por George M. Constantinides, Milton Harris y René M. Stulz. Ámsterdam: Elsevier.
- BAYES, T. (1763), «An Essay towards solving a Problem in the Doctrine of Chances», *Philosophical Transactions of the Royal Society of London* 53, pp. 370-418.
- BÉNABOU, R. (2013), «Groupthink. Collective Desusions in Organizations and Markets», *Review of Economics Studies*, vol. 80, n.º 2, pp. 429-446.
- CARTER, Z.D. (2021), *El precio de la paz. Dinero, democracia y la vida de John Maynard Keynes*, Paidós.
- DASGUPTA, P. y STIGLITZ, J.E. (1980), «Industrial Structure and the Nature of Innovative Activity», *Economic Journal, Royal Economic Society*, vol. 90, n.º 358, junio, pp. 266-293.
- FAMA, E. (1970), «Efficient Capital Markets: A Review», *Journal of Finance*, 25 (2), pp. 383-417.
- FAMA, E. (2014), «Two Pillars of Asset Pricing, discurso del premio Nobel», *American Economic Review*, 104, 6, pp. 1467-1485.
- FAMA, E.F. y FRENCH, K.R. (1995), «Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns», *Journal of Finance*, 50, marzo, pp. 131-155.
- FARHI, E. y TIROLE, J. (2012), «Bubbly Liquidity», *Review of Economic Studies*, vol. 79, n.º 2, pp. 678-706.
- FERGUSON, N. (2009), *El triunfo del dinero. Cómo las finanzas mueven el mundo*, Debate.

- FISHER, I. (1907), *The Rate of Interest. Its Nature, Determination and Relation to Economic*, The Macmillan Company.
- FISHER, I. (1930), *The Theory of interest*. The Macmillan Company.
- FISHER, I. (1933), «The Debt Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, vol. 1, pp. 337-357.
- FISCHER, B. y SCHOLÉS, M. (1973), «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy*, 81 (3), pp. 637-654.
- FRIEDMAN, M. (1985), *Una teoría de la función de consumo*, Alianza Editorial.
- FRIEDMAN, M. (1990), *Teoría de los precios*, Alianza Editorial.
- FRIEDMAN, M. (1992), *Paradojas del dinero*, Grijalbo.
- FRIEDMAN, M. (2020), *La economía monetarista*, Editorial Gedisa.
- FRIEDMAN, M. (2012), *Paro e inflación*, Unión Editorial.
- FRIEDMAN, M. y FRIEDMAN, R.D. (2022), *Capitalismo y libertad*, Deusto.
- FRIEDMAN, M. y SGARTZ, A.J. (1993), *A Monetary History of the United States*, University Press.
- GALBRAITH, K. (1956), *El capitalismo americano*, Ariel.
- GALBRAITH, J.K. (1985), *El crash de 1929*, Ariel.
- GALBRAITH, J.K. (2008), *La sociedad opulenta*, Ariel.
- GALOR, O. (2022), *El viaje de la humanidad*, Destino.
- GERSTLE, G. (2023), *Auge y caída del orden neoliberal*, Península.
- GODET, M. y DURANCE, P. (2011), *La perspectiva estratégica para las empresas y los territorios*, UNESCO, DUNOD.
- GREENWALD, B. y STIGLITZ, J.E. (1986), «Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 101.
- GREENWALD, B. y STIGLITZ, J.E. (1993), «Financial Market Imperfections and Business Cycles», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n.º 1, pp. 77-114.
- GREENSPAN, A. (2008), *La era de las turbulencias. Aventuras en un nuevo mundo*, Ediciones B.
- HERNÁNDEZ, E. (2022), *El rencor de clase media alta y el fin de una era*, FOCA.
- JACKSON, T. (2011), *Prosperidad sin crecimiento. Economía para un planeta finito*, Encuentro, Icaria Editorial.

- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 4.
- KAHNEMAN, D. (2011), *Thinking Fast and Slow*, Nueva York: Farrar, Strauss and Grioux.
- KALDOR, N. (1957), «A Model of Economic Growth», *Economic Journal*, vol. 67, pp. 591-624.
- KENDALL, M.G. (1953), «The Analysis of Economic Time Series», part. 1, *Prices, Journal of the Royal Statistical Society*, 96.
- KEYNES, J.M. (1923), *A tract on Monearty Reform*, Collected Writings.
- KEYNES, J.M. (1924), *Tract on Monetary Reform*, Macmillan and co., Limited.
- KEYNES, J.M. (1926), *The End of Laissez-Faire*, Collected Writings.
- KEYNES, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Collected Writings. Véase una edición en castellano *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, 1965.
- KEYNES, M. (1996), *Tratado del dinero. Teoría pura y aplicada del dinero*, Biblioteca de grandes economistas del siglo xx, Ediciones Acosta.
- KNIGHT, F.H. (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*, Riverside Press, <http://www.programme-finace.com/teletudiant/Knight.%20Risk,%20Uncertainty%2oand%20Profit.pdf>.
- KRUGMAN, P. (1998), *La era de las expectativas limitadas*, Ariel.
- KRUGMAN, P. (2005), *That Hissing Sound*, New York Times, 8 de agosto. <http://www.nytimes.com/2005/08/08/opinion/o8krugman.html>.
- LEWIS, M. (2017), *The Undoing Proyect*, Thornidike Press Large Print.
- LINTNER, J. (1965), «The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risk Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets», *Review of Economics and Statistics* 47, febrero, pp. 13-37.
- LUM, R.A.K. (2016), *Steps to the future*, Vision Foresight Strategy LLC.
- MALTHUS, T.R. (2016), *Primer ensayo sobre la población*, Alianza Editorial. Publicado en 1798: *An Essay on the Principle of Population*, en 1803 se produce una segunda edición más extensa.
- MARKOWITZ, H.M. (1952), «Portfolio Selection», *Journal of Finance*, 7, marzo, pp. 77-91.
- MARSHALL, A. (1890), *Principles of Economics*. En 1997 se hizo una publicación por Prometheus Books.

- MAYERS, D. y RICE, E.M. (1979), «Measuring Portfolio Performance and the Empirical Content of Asset Pricing Models», *Journal of Financial Economics*, 7, marzo, pp. 3-28.
- MARX, K. (1867), *Das Capital*, Friedrich Engels.
- MERTON, R. (1973), «An Intertemporal Capital Asset Pricing Model», *Econometrica*, 41, pp. 867-887.
- MERTON, R.C. (1973), «Theory of Rational Option Pricing», *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4 (1), pp. 141-183.
- MODIGIANI, F. y MILLER, M. (1958), «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.
- MOKIR, J. (1999), *The Economic History and the Industrial Revolution* (ed. J. Mokyr), *The British Industrial Revolution: An Economic Perspective*, Westview Press, pp. 1-127.
- MOKIR, J. (2005), «The intelectual origins of modern economic growth», *The Journal of Economic History*, 65 (2), pp. 285-351.
- MOKIR, J. (2016), *A Culture of Growth: The origins of the modern economy*, Princeton University Press.
- NASAR, S. (2012), *La gran búsqueda. Una historia de la economía*, Debate.
- NELSON, R.R., PHELPS, E.S. (1966), «Investment in Humans, Technological Diffusion and Economic Growth», *American Economic Review*, vol. 56, n.º 1/2, marzo-mayo, pp. 69-75.
- KNIGHT, F.H. (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*, Riverside Press, <http://www.programme-finace.com/teletudiant/Knight.%20Risk,%20Uncertainty%20and%20Profit.pdf>.
- ONTIVEROS, E. (2019), *Excesos. Amenazas a la prosperidad global*, Planeta.
- PERIS-ORTIZ, M., RUEDA ARMENGOT, C., DE SOUZA RECH, C. y PÉREZ MONTIEL, M. (2012), *Fundamentos de la teoría organizativa de Agencia*, ICE, n.º 865.
- PIKETTY, T. (2019), *Capital e ideología*, Deusto.
- PIKETTY, T. (2021), *Una breve historia de la igualdad*, Deusto.
- RALLO, J.R. (2022), *Anti-Marx. Crítica a la economía política marxista*, tomos I y II, Deusto.
- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2009), «The Aftermath of Financial Crisis», *American Economic Review*, 99, mayo, pp. 466-472.
- RICARDO, D. (1821), *Principles of Political Economy and Taxation*. John Murray.

- RIFKIN, J. (2000), *La era del acceso. La revolución de la nueva economía*, Paidós.
- ROBBINS, L. (1932), *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, Macmillan.
- ROLL, R. (1977), «A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests: Part I: On Past and Potential Testability of the Theory», *Journal of Financial Economics*, 4, marzo, pp. 129-176.
- ROMER, P. (1986), «Increasing Returns and Long-Run Growth», *Journal of Political Economy*, vol. 94, n.º 5, pp. 1002-1037.
- ROOS, C.F. (1930), «Review of The Theory of Interest by Irving Fisher», *Bull. Amer. Math. Soc.* 36 (11), pp. 783-784.
- ROSS, S.A. (1976), «The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing», *Journal of Economic Theory* 13, pp. 341-360.
- SANDEL M. (2013), *The Guardian*, 27 de abril 2013, véase <https://www.theguardian.com/lifeandstyle/2013/apr/27/michael-sandel-this-much-i-know>.
- SAY, J.B. (2001), *Tratado de economía política*, Fondo de Cultura Económica.
- SHARPE, W.F. (1964), «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk», *Journal of Finance* 19, septiembre, pp. 425-442.
- SHEFRIN, H.M. (2008), *A Behavioral Approach to Asset Pricing*, Ámsterdam: Elsevier.
- SHILLER, R.J. (2003), *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- SHILLER, R.J. (2015), *Exuberancia irracional*, Deusto. Hay una publicación en, 2000, *Irrational Exuberance*, University Press, Princeton.
- SHUMPETER, J.A. (1934), *The Theory of Economic Development*, Harvard Economic Studies.
- SHUMPETER, J.A. (1954), *Historia del Análisis Económico*, Ariel.
- SHUMPETER, J.A. (2008), *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper Collins.
- SHUMPETER, J.A. (2016), *Teoría del desarrollo económico*, Fondo de Cultura Económica.
- SIGMAN, M. (2022), *El poder de las palabras*, Debate.
- SILVER, N. (2020), *La señal y el ruido*, Ediciones Península.
- SKIDELSKY, R. (2013), *El regreso de Keynes*, Crítica.
- SMITH, A. (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, W. Strahan & T. Cadell.



- SOLOW, R.M. (1956), «A Contribution to the Theory of Economic Growth», *Quarterly Journal of Economics*, 70 (1), pp. 65-94.
- SOROS, G. (1998), *La crisis del capitalismo global*, Temas de Debate.
- SOROS, G. (2008), *El nuevo paradigma de los mercados financieros*, Taurus.
- STIGLITZ, J.E. (2010), *Caída libre*, Taurus.
- STIGLITZ, J.E. (2015), *El precio de la desigualdad*, Debolsillo.
- STIGLITZ, J.E. (2017), *La gran brecha*, Debolsillo.
- STIGLITZ, J.E. (2018), *El malestar en la Globalización*, Taurus.
- STIGLITZ, J.E. (2019), *Capitalismo progresista*, Taurus.
- STIGLITZ, J.E. y GREENWALD, B.C. (2015), *La creación de una sociedad del aprendizaje*, Ensayo.
- TALEB, N.N. (2012), *El cisne negro. El impacto de lo altamente improbable*, Paidós.
- THALER, R.H. (2015), *Misbehaving: The making of behavioral economics*, Penguin. Random House.
- THALER, R.H. y JOHNSON, E.J. (1990), «Gambling with the House Money and Trying Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choices», *Management Science*, 36, pp. 643-660.
- THALER, R.H. y SUNSTEIN, C.R. (2009), *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*, Penguin.
- TIROLE, J. (2017), *La economía del bien común*, Taurus.
- TVERSKY, A. y KAHNEMAN, D. (1974), «Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases», *Science*, 185 (4157), pp. 1124-1131.
- TVERSKY, A., KAHNEMAN, D. (1979), «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk», *Econometrica*, 47, pp. 263-291.
- USAWA, H. (1965), «Optimum Technical Change in an Aggregate Model of Economic Growth», *International Economic Review*, vol. 6, n.º 1, pp. 18-31.
- WADE, N. (2014), *Una herencia incómoda. Genes, raza e historia humana*, Ariel.
- WALRAS, L. (1883), *Théorie Mathématique de la Richesse Sociale*, Imprimerie Corbaz & Cie Editeurs.
- WEBB, S. y WEBB, B. (2004), *La democracia industrial*, Biblioteca Nueva.
- WEBER, M. (2012), *La ética protestante y el espíritu del capitalismo*, Alianza Editorial.
- WILKINSON, A. (2017), *Strategic Foresight Primer*, Publicación de la Unión Europea.



La presente edición de *Lecciones inaugurales*, núm. 26 de la colección Publicaciones Institucionales del Servicio de Publicaciones de la Universidad de La Laguna, se terminó de imprimir en los talleres de Gáficas Sabater el día 8 de septiembre de 2023.

