
El dinero de otras personas: el aprendizaje del sistema financiero a través de la obra de John Kay

José M. Domínguez Martínez

Resumen: La presente nota tiene como objeto poner de relieve los principales aspectos de la obra de John Kay “Other people’s money”, por su utilidad para el conocimiento de los procesos vinculados al sistema financiero y la diferenciación de las distintas funciones que tiene encomendadas.

Palabras clave: John Kay; Sistema financiero; banca; intermediación; financiarización; “Other’s people money”; recensión.

Códigos JEL: G20.

1. La obra de Kay: una clarificación necesaria sobre las distintas actuaciones del sistema financiero

En la ya lejana época de la “Gran Moderación” –mucho más distante por la sensación de irrecuperabilidad que por el tiempo realmente transcurrido-, el sistema financiero, impulsado por el uso de productos innovadores, era visto como un motor del crecimiento económico mundial, como uno de los ejes imprescindibles de una larga etapa de prosperidad y desarrollo. Las voces que tímidamente mostraban su escepticismo acerca de que los riesgos financieros fuesen objeto de una gestión adecuada dentro de la compleja nueva arquitectura quedaban atenuadas ante los indicadores de actividad, empleo, ingresos y beneficios.

Los primeros nubarrones empezaron a poblar el cielo ya en el verano de 2007, ante la zozobra del mercado hipotecario estadounidense. Pero la crisis financiera global no mostró su verdadero rostro hasta más de un año después, en el mes de septiembre de 2008, cuando el Banco Lehman Brothers no pudo mantenerse a flote. Este desgraciado episodio actuó como el detonante de una crisis financiera sin precedentes, que arrastró a una extenuada economía real. De no haber mediado una intervención pública en el plano internacional a gran escala, posiblemente los esquemas económicos y sociales conocidos se habrían visto mucho más alterados respecto a su evolución efectiva en los años subsiguientes. Pero nada podía impedir que el sistema financiero se situara en el foco de todas las críticas y asumiera, sin ningún tipo de atenuante, el papel del personaje más maligno, causante de todos los males.

En ese aluvión de recriminaciones –a todas luces justificadas, prima facie, en un plano general-, el sistema financiero aparece como un todo absolutamente indiferenciado. Ninguna actividad, ningún operador, ninguna entidad que tuviera alguna relación con el sistema financiero podía aspirar a liberarse del estigma, no ya de la presunción, sino de la certeza de su culpabilidad.

Con algunos años de retraso respecto al momento de ignición, en 2015 apareció la relevante obra de John Kay reseñada en estas páginas (“*Other people’s money. Masters of the universe or servants of the people?*”, Profile Books, Londres, 2015, xii + 356 páginas), caracterizada por una crítica contundente del subconjunto del sistema financiero al que puede imputarse el declive, acompañada por tintes de ferocidad respecto a los personajes que respaldaron su modelo nocivo, y, al propio tiempo, por un enaltecimiento de las legítimas funciones del sistema financiero al servicio de las necesidades de la sociedad.

John Kay es un prestigioso economista británico, conocido, en una primera etapa, como coautor de un manual sobre el sistema fiscal, escrito en colaboración con Mervyn King, Al igual que este último, hasta no hace mucho gobernador del Banco de Inglaterra, Kay diversificó el ámbito de sus actividades con destacadas incursiones en el sector financiero. Entre otros aspectos, presidió la realización del informe sobre los mercados de valores del Reino Unido de 2012.

El libro “Other people’s money” es sumamente denso en su contenido, sustentado en una amplia fundamentación técnica, aderezada con numerosos ejemplos e ilustraciones llenos de interés. En absoluto resulta fácil poder sintetizar la combinación de información, conocimiento y argumentación desplegada a lo largo de su elaborada prosa. Aun a riesgo de incurrir en una excesiva simplificación, reseñamos a continuación los que cabe entender como mensajes principales:

- La crisis financiera global es producto de la desvirtuación del papel tradicional de las entidades financieras, cuya actividad se ha visto dominada por operaciones de títulos e instrumentos derivados cada vez más alejados de los activos reales de los que depende el riesgo en última instancia. Se trata de la denominada “financiarización”.
- La mayor parte de activos y pasivos de las entidades financieras son al mismo tiempo

pasivos y activos de otras entidades financieras. Las operaciones correspondientes no se realizan para atender las necesidades de la economía real, sino para propiciar las ganancias de los principales actores implicados.

- No ha habido un déficit sino un exceso de regulación en el ámbito del sistema financiero. Sin embargo, la propia regulación ha tenido efectos contraproducentes, ha incorporado una gran complejidad y, en cambio, no ha sabido abordar los aspectos esenciales, al posibilitar una mezcla de las actividades típicas de la banca de inversión con las consustanciales a la intermediación bancaria.
- Ha habido un exceso de confianza en la capacidad autocorrectora de los mecanismos del mercado, derivada de unas políticas basadas más en convicciones morales que técnicas.
- El problema primordial de los bancos de inversión obedece a la extensión del modelo de sociedades de responsabilidad limitada, lo que posibilita a los gestores arriesgar el dinero de otras personas, frente al modelo de sociedades personalistas de responsabilidad personal ilimitada que se utilizó originariamente en este ámbito del negocio financiero.
- Los distintos segmentos de la actividad financiera deben ser atendidos por entidades especializadas.
- Los intermediarios bancarios siguen teniendo un papel fundamental en una economía libre de mercado, con actuaciones básicamente orientadas a la captación del ahorro, a la provisión de un sistema eficaz y eficiente de medios de pago, y a posibilitar financiación para atender las necesidades de las familias, las empresas y la dotación de infraestructuras públicas.
- Asimismo, el sistema financiero debe permitir gestionar las finanzas familiares a lo largo del ciclo vital y entre generaciones, así como ayudar a las familias y a las empresas a gestionar los riesgos que inevitablemente van asociados a la vida cotidiana y a la actividad económica diaria.
- Un país solo puede ser próspero si tiene un sistema financiero que funcione bien, pero esto no implica que cuanto mayor sea el sistema financiero habrá mayor prosperidad económica. Es posible tener demasiado de una cosa buena.
- Las finanzas son un negocio como cualquier otro y debe ser juzgado con arreglo a los mismos principios que se utilizan respecto a los restantes sectores económicos.
- Las crisis financieras no son desastres naturales como los huracanes o los terremotos, que no pueden ser evitados. Las crisis financieras tienen su origen en el comportamiento humano y las políticas económicas aplicadas pueden aumentar o disminuir su frecuencia y su magnitud.

La obra está estructurada en tres partes: i) La primera se centra en la referida “financiarización”. En ella se aborda su historia y se pasa revista a las vertientes del riesgo, intermediación y beneficios; ii)

La segunda va dedicada a analizar las funciones de las finanzas, distinguiendo la asignación del capital, el canal de los depósitos y el canal de la inversión; iii) La tercera se orienta a las políticas aplicadas y en ella se presta atención a la regulación, la política económica, la reforma y al futuro de las finanzas.

2. Los efectos perturbadores de la “financiarización”

Para Kay, uno de los factores clave que está detrás de la crisis financiera global iniciada en 2007 es el cambio desde el modelo tradicional, basado en las relaciones entre personas, a otro orientado a las transacciones. Un cambio que tuvo poco que ver con alguna transformación en las necesidades de la economía real. El proceso de “financiarización” se rigió por su propia dinámica interna, apoyada en una doble revolución, en la tecnología de las finanzas y en la tecnología de la información. Contrariamente a una creencia extendida, fueron muchas las medidas regulatorias que se desplegaron con la intención de que el sistema financiero fuese más seguro, pero su efecto fue contrario al pretendido: el resultado fue un enorme incremento de la complejidad y que algunas transacciones con riesgo encubierto quedasen fuera de la red regulatoria. La invención del título respaldado por un préstamo hipotecario transformó decisivamente el mercado de bonos y el auge de la titulización alteró irremisiblemente la naturaleza de la banca.

Kay pone de relieve cómo la larga historia de las entidades bancarias se vio amenazada –en muchos casos herida de muerte– por una generación de financieros que, erróneamente, pensaban que estaban mucho más preparados y que sabían más que sus antecesores.

Kay apunta un hecho para él decisivo en la gestación de la crisis y que tiene que ver con la conversión, entre 1980 y 2000, de la mayoría de los bancos de inversión en sociedades cotizadas. Desde siempre, los escépticos han expresado sus temores de que las compañías de responsabilidad limitada puedan ser vulnerables ante una gestión negligente, la especulación o una excesiva toma de riesgos. Esta preocupación constituye la esencia de la advertencia formulada por Adam Smith en “La riqueza de las naciones” en el sentido de que no cabe esperar que quienes gestionan el dinero de otros sean tan vigilantes como cuando el dinero que se juegan es el propio. Esta idea es la que sirve de inspiración al título de la obra de Kay, y como sustento a la filosofía de extremar la prudencia en la gestión empresarial cuando se maneja el dinero de otras personas.

El problema se agrava cuando se extiende una “cultura del bonus”, que, lejos de alinear los intereses de los gestores y operadores con los de los accionistas, estableció para los primeros unos

objetivos completamente diferentes de los de las organizaciones para las que trabajaban. La percepción de retribuciones exorbitantes, aisladas de la estabilidad de las entidades pagadoras, ha sido una fuente de desigualdad y de inequidad retributiva.

El cambio en el paradigma del riesgo ha sido otro factor esencial. Como recuerda Kay, el riesgo era una especie de anatema para las antiguas generaciones de banqueros, de manera que si un préstamo se concebía como arriesgado, no se concedía. No existían conceptos modernos como el de riesgo calculado, y tampoco provisiones contables para las pérdidas esperadas, simplemente porque nadie las esperaba. Por el contrario, en la era de la “financiarización”, los banqueros llegaron a abrazar el riesgo, que podía ser cuantificado y gestionado.

De manera insistente a lo largo del libro, Kay carga implacablemente contra quienes, ya fuera desde los círculos académicos o desde los puestos de responsabilidad pública, habían proclamado que, merced a los nuevos instrumentos y a las modernas técnicas, el riesgo financiero podía ser gestionado adecuadamente. Personajes como Rubin, Bernanke, Summers y, por supuesto, Greenspan, son destinatarios de las críticas más severas. A esa relación se suma Geithner, con tal reiteración y hasta algo de encono que el lector no tiene más remedio que preguntarse que qué ha podido suceder entre este y el autor de la obra.

Contrariamente a lo que sostenía la “doctrina Greenspan”, arguye Kay que el intercambio de títulos financieros, en lugar de asignar el riesgo a aquellos inversores más capaces y dispuestos a asumirlo, dio lugar a que los títulos se colocaran entre personas que desconocían el riesgo real. Por otro lado, subraya que, a diferencia de las innovaciones tecnológicas que han mejorado la vida de las personas, las innovaciones financieras versaban sobre riesgos generados dentro del propio sistema, sin ninguna repercusión para las condiciones de vida de las personas.

En el capítulo dedicado a la intermediación, el autor parte de señalar que los servicios demandados de los intermediarios financieros son muy similares a los que se requieren de otros intermediarios. Un cierto grado de confianza es esencial para cualquier proceso de intermediación. La historia del mercado de los préstamos hipotecarios es elegida de nuevo como ilustración de la transición desde el modelo de agencia al de intercambio. En el tránsito se pasó de una valoración subjetiva basada en el conocimiento de las propiedades y de los propietarios a sistemas evaluación de riesgos automatizados. Posteriormente, los préstamos hipotecarios eran trasladados a instrumentos financieros evaluados a su vez por agencias de rating a partir de series de datos históricos.

Se muestra luego Kay demoledor respecto a las investigaciones desarrolladas en el sector financiero, que considera no serían reconocidas como tales por alguien que haya completado una tesina, no digamos una tesis doctoral.

Según Kay, el fallo fundamental de la denostada “doctrina Greenspan” es su errónea comprensión de la naturaleza del procesamiento de la información en los mercados, al equiparar el intercambio de riesgo con el intercambio de leche o café. Admite que los sistemas de “credit-scoring” y las reglas contables pueden ser instrumentos valiosos para la intermediación financiera, pero no pueden reemplazar las cualificaciones personales del intermediario financiero.

La liquidez es objeto de un análisis interesante, aunque salpicado de lugares comunes sobradamente conocidos. Ciertamente, la liquidez en finanzas solo puede quedar garantizada si, y solo si, no demasiadas personas quieren ejercitar su derecho a la disponibilidad de los recursos. El alegato de los primeros ejecutivos de algunos bancos en dificultades en el sentido de que estas derivaban de un déficit de liquidez y no de solvencia es contestado con una posición de duda. Dado el intercambio recíproco de los activos y pasivos entre las entidades bancarias, resultaba difícil calibrar la situación. En opinión de Kay, la sobreexpansión de la actividad del mercado financiero no habría tenido lugar sin la expectativa del respaldo gubernamental en términos de liquidez y de solvencia.

La crítica se dirige luego a la cópula gaussiana como método de cálculo de cómo la correlación entre impagos en los componentes de un título respaldado por activos determinaba su probabilidad de impago. Resultó que los impagos no eran eventos aislados, como erróneamente se suponía, ya que las mismas fuerzas económicas están operando en todos los sitios. Los modelos de riesgos que se emplearon eran totalmente irrelevantes para considerar el impacto de los eventos extremos.

A la hora de abordar los beneficios, Kay parte de una premisa: el valor agregado de los títulos de deuda y de las divisas es fijo; los operadores pueden lograr beneficios a expensas de otros, pero esto no puede ser cierto para la actividad tomada en su conjunto. En esta misma línea, el mundo en su conjunto no deriva ningún beneficio del aumento infinitesimal en la velocidad de la diseminación de la información. Los beneficios de los operadores receptores de la información solo pueden obtenerse a costa de otros.

Kay se muestra igualmente muy crítico respecto a las altas remuneraciones obtenidas en el sistema financiero, pero, en particular, hace hincapié en las elevadas tarifas cobradas por el asesoramiento corporativo en el mercado de nuevas emisiones.

Por otro lado, el denominado arbitraje regulatorio es identificado como un factor clave en la explicación de la complejidad de los modernos servicios financieros. Mediante dicho arbitraje se evita o minimiza la restricción regulatoria buscando transacciones con semejante efecto comercial pero con un tratamiento regulatorio más favorable. Este tipo de arbitraje, al igual que el contable y el fiscal, según Kay, acaban constanding dinero. El moderno concepto de "fair value" tampoco se libra de consideraciones escépticas. Para el autor de la obra, las cuentas de las instituciones financieras han sido tradicionalmente complejas, pero este rasgo anteriormente no era demasiado preocupante, ya que también eran conservadoras; en cambio, hoy día, la complejidad no solo se ha incrementado, sino que se ha visto acompañada por un gran apetito por el riesgo.

Especialmente instructivo es su cuestionamiento de la valoración de un activo en términos de probabilidad, como se pone de relieve a través del siguiente ejemplo: aunque, con base en criterios estadísticos, un préstamo de 100 euros con una probabilidad de impago del 1% podría valorarse en 99 euros, en realidad este no es su valor; el préstamo valdrá 100 o 0 euros.

Aún más llamativo es el ataque realizado a uno de los indicadores clave de la gestión empresarial como es el ROE (ratio del beneficio respecto al capital), que considera una medida seriamente engañosa. Un elevado beneficio puede ser producto de un gran endeudamiento.

Esta primera parte acaba con una abierta crítica a las medidas aplicadas en la Eurozona para apoyar a las entidades financieras, ya sea a través de la inyección directa de fondos como del respaldo del BCE a los pasivos de dichas entidades.

3. Las funciones de las finanzas

Kay atribuye a los mercados financieros la función central de canalizar el dinero desde los ahorradores hacia las empresas, propietarios de viviendas y administraciones públicas. A su vez, dos misiones básicas del sistema financiero son la búsqueda de nuevas oportunidades de inversión y la gestión de los activos a largo plazo que son creados.

Altamente aleccionador resulta el recordatorio de que los activos físicos de una nación se financian con la riqueza de las familias y que, a pesar de la complejidad de los mercados financieros, todo el capital se origina en el ahorro personal.

Asimismo, resalta que la financiación de la compra de la propiedad residencial es el mayor elemento del mecanismo de asignación de capital de una economía moderna. En su opinión, el origen de la crisis financiera global radicó, entre otros ejes, en la mala

asignación de financiación a la vivienda, que se vio enormemente perjudicada por la extensión de la cadena de intermediación y el crecimiento de la actividad del mercado secundario.

Por otra parte, considera que el arbitraje fiscal y regulatorio es uno de los factores de impulso del uso de los mercados de capitales por las grandes compañías. Para él, la financiación de una pequeña empresa no es solamente, ni principalmente, una cuestión de valoración de cifras. En todo el proceso de asignación de capital -sentencia Kay- la especialización en la inversión ha sido suplantada por la especialización en el mecanismo de la intermediación financiera.

En un capítulo posterior examina el canal de los depósitos, esto es, las formas en las que los ahorros de las familias se convierten en activos físicos de la nación. Con unas cadenas de intermediación cortas y simples, los ahorradores e inversores podrían identificar los tipos de activos financiados con el ahorro e incluso el proyecto específico, pero actualmente los canales de intermediación tienden a ser largos y complejos.

Más adelante aborda los medios de pago, que, en su opinión, constituyen el principal servicio financiero que las empresas y familias necesitan. Considera que un banco puede obtener una escasa ventaja competitiva mejorando sus sistemas de pago, ya que la experiencia del cliente es el resultado de la eficiencia del sistema en su conjunto. Llama la atención en el sentido de que, a diferencia de otros ámbitos, no ha habido cambios disruptivos en los sistemas de transmisión del dinero. A su juicio, no es difícil visualizar un mundo en el que los billetes y las monedas hayan desaparecido. La invención de la tarjeta de crédito implica que ya no es necesario tener efectivo o depósitos para hacer un pago, tan solo un certificado de recursos futuros anticipados suficientes para afrontar la transacción. De esta manera, según Kay, los gobiernos y las instituciones financieras perderían el monopolio de la emisión de dinero y el acceso a los registros. En su opinión, el sistema de pagos está maduro para la innovación disruptiva, pero hasta la fecha los entrantes han preferido guarecerse bajo el paraguas de la costosa estructura establecido por los bancos.

El papel del canal de los depósitos es realizado: permite facilitar el sistema de pagos y la intermediación entre los ahorradores a corto plazo y los prestatarios. Dado que pocas personas desean contratar préstamos amortizables a demanda del prestamista y, en cambio, muchas quieren tener depósitos movilizables según sus necesidades, la capacidad de los intermediarios para proveer liquidez es crucial. Sin embargo, Kay nos recuerda que este canal depende de la ilusión de la liquidez, que solo puede subsistir en la medida en que no sean

demasiadas las personas que simultáneamente quieran hacer uso de ella.

Posteriormente, tras analizar los balances de los distintos sectores económicos, pone de relieve cómo, en el caso británico, los depósitos que la economía real coloca en el sistema bancario se corresponden aproximadamente con los préstamos del sistema bancario a la economía real. Sin embargo, los pasivos (y activos) de los bancos tienen una magnitud que es cuatro veces la del referido montante, por lo que se desprende que el elemento claramente dominante en los balances de los bancos son los derechos y obligaciones generados entre sí.

Concluye que la causa principal de la crisis financiera global fue la colocación por encima del canal de los depósitos de una sofisticada e impenetrable estructura de actividades de trading en títulos diversos. Según Kay, los gobiernos intervinieron de la única forma posible para minimizar el daño, pero la única solución adecuada a largo plazo es crear un cortafuegos eficaz entre el canal de los depósitos y las actividades de trading.

Finalmente, dentro de la segunda parte, le toca el turno al canal de la inversión, que tradicionalmente se ha basado en tres tipos instituciones: los bancos de inversión, los asesores financieros y las instituciones de inversión. Los elementos de esta estructura permanecen, pero la “financiarización” ha introducido cambios importantes. En particular, han aparecido fuerzas de venta remuneradas con comisiones y estimuladas con incentivos por objetivos. La oficina bancaria, afirma Kay con un cierto tono nostálgico, ha dejado de ser la puerta natural de llamada del inversor prudente, que ve difícil distinguir entre un asesoramiento bueno y otro interesado.

El canal de la inversión sigue teniendo una triple misión que cumplir: búsqueda de buenas inversiones para el nuevo ahorro, garantía de una gestión efectiva de los activos administrados y, simultáneamente, posibilitar que las familias puedan transferir su riqueza a lo largo de sus vidas y entre generaciones. A su juicio, el canal de la inversión falla actualmente en la cobertura de las necesidades de empresas y familias, al hacerse demasiado grande y defectuoso. Hace hincapié en la necesidad de contar con gestores de activos con cualificaciones para la búsqueda y administración de los activos físicos e intangibles –en vez de financieros- de la economía real.

4. El papel del sector público en relación con el sistema financiero

El primero de los cuatro capítulos de la tercera parte del libro se ocupa de la regulación. Kay parte de exponer cómo ha cambiado el marco de actuación en el sistema financiero para poner de relieve cómo la “financiarización” ha quebrado los mecanismos de confianza entre las partes y erosionado los valores y

pautas de comportamiento tradicionales. De una situación de separación funcional se ha pasado a otra de conglomerados financieros dominada por la cultura del trading. Califica como rasgo curioso del cambio producido el hecho de que lo que era descrito como un proceso de desregulación llevó en la práctica a un incremento masivo en el alcance y la intensidad de la regulación del sector financiero.

Particularmente crítico se muestra con los Acuerdos de Basilea, que, a su juicio, no sólo fracasaron en impedir la crisis financiera global sino que contribuyeron activamente a ella. Como una de las razones apunta la regla básica sobre los requerimientos de capital. Además de considerar baja la cifra del 8%, cuestiona la posibilidad de cómputo de instrumentos de deuda como capital y el esquema rudimentario utilizado para el cálculo de los activos ponderados por riesgo.

Acude a las primeras críticas formuladas por Von Mises y Hayek contra el socialismo y la planificación central para explicar por qué el enfoque utilizado estaba condenado a fracasar. A este respecto sostiene que el planificador o el regulador nunca puede tener suficiente información local para anticipar todas las necesidades u oportunidades de la entidad subordinada. Los resultados tienden a ser cada vez más complejos y raramente más efectivos. La complejidad de la regulación ha estimulado el desarrollo de la especialización en cumplimiento y gestión del riesgo.

Para Kay, las explicaciones que atribuyen los fracasos empresariales a una combinación de errores por parte de los gobiernos (estímulo indebido de la vivienda en propiedad, políticas monetarias relajadas y regulación débil) son ridículas. Además de la sustitución de la gestión prudencial del riesgo por los propios bancos a raíz del método de los acuerdos de Basilea sobre la adecuación del capital, considera que se produjo una especie de “captura intelectual” que indujo un cambio de énfasis regulatorio desde un modelo que enfatizaba las obligaciones legales de los intermediarios hacia otro que promueve la abstracta integridad de los mercados. Defiende la necesidad de centrar la regulación más en los intereses de los consumidores y menos en la integridad de los procesos de los mercados. Por último, no duda en verter severas críticas a la forma elegida para hacer frente a la crisis de 2008 y entiende que las grandes sumas de dinero otorgadas al sistema financiero han hecho poco para promover la recuperación económica.

En el capítulo siguiente, dedicado a la política económica, Kay despliega su arsenal argumental contra el modelo defendido por Greenspan, las políticas de corte monetarista y el papel de los bancos centrales. En particular, ridiculiza la política del “quantitative easing” aplicada por el BCE. Califica la política de compra de activos financiados por el

Estado como poner dinero público en un conducto agujereado con la esperanza de que alguien lo lleve, gota a gota, hasta el final. Destaca que la provisión de financiación a bajo coste al sistema bancario eleva la rentabilidad de los bancos, en tanto que los aumentos en la oferta de liquidez empujan al alza los precios de los activos, con apreciables efectos redistributivos.

Vuelve a incidir en la necesidad de separar las funciones de captación de depósitos de otras actividades financieras y cuestiona el papel de las agencias de rating, que, en su opinión, deberían vender servicios sobre la base de su valor informativo a los inversores. Sin embargo, cree que es difícil reconciliar ese papel con un mercado en el que el emisor del título, en vez del inversor, es quien paga los informes de rating. Ciertamente, para quien conozca algunas aparentemente curiosas situaciones vividas en algunos mercados, como la de los agentes de los deportistas profesionales, puede resultar un tanto extraña la contundencia de la aseveración del economista británico.

Por lo que respecta a las calificaciones de las emisiones de deuda, considera que es absurdo llegar a desconfiar de la capacidad de países como Alemania, Estados Unidos, Francia y Reino Unido para hacer frente a sus compromisos. Los tipos de interés de la deuda soberana a largo plazo están en niveles bajos sin precedentes históricos, muy lejos de anticipar una posible situación de “default”. En lugar de haber comprado activos para sostener su precio y ayudar a recapitalizar el sistema bancario, Kay considera que se tendría que haber optado por emitir deuda pública, aprovechando la oportunidad para reconstruir las infraestructuras e invertir en otros proyectos.

En este contexto repasa luego los cambios y desafíos en el ámbito de las pensiones, en el que los pensionistas han de soportar riesgos derivados de unos mercados financieros impredecibles.

Enfatiza asimismo la protección de los consumidores financieros, que se mueven en un campo especialmente proclive para actuaciones fraudulentas. Sin embargo, estima que la regulación nunca es el principal mecanismo de protección del consumidor. El problema de la información asimétrica se aborda mejor a través de una relación de confianza entre comprador y vendedor, pero lo fundamental es establecer una estructura adecuada de la industria y evitar incentivos mal alineados que llevan a un abuso del consumidor.

Cómo reformar el sistema financiero para evitar situaciones como las vividas en la reciente crisis, se plantea luego Kay. Frente a las llamadas hacia una mayor regulación, considera que hay ya demasiadas reglas y que, en ausencia de medidas para abordar los problemas más fundamentales, una mayor regulación será poco efectiva.

La inestabilidad sistémica en el sistema financiero es el resultado de la interdependencia inherente a una industria que hace negocios con ella misma, sin que responda a las necesidades de los usuarios de los servicios de intermediación.

Así, la finalidad del marco legal y regulatorio debe ser imponer y hacer cumplir las obligaciones de lealtad y prudencia, personal e institucional, requeridas para gestionar el dinero de otras personas. Lo anterior solo ocurrirá cuando tales valores se internalicen por los propios participantes en el mercado.

La reducción de los volúmenes de trading a los niveles requeridos por las necesidades reales de la economía no financiera es crucial. La utilización del impuesto de Tobin podría ser útil con vistas a ese propósito, pero, en su opinión, si no se aplica de manera universal, es probable que tenga más efectos colaterales indeseables que beneficios. Como mejor alternativa se decanta por la estrategia de “matar de hambre a la bestia”, esto es, adoptar medidas para una reforma estructural de la industria de las finanzas que reduzca el capital disponible para apoyar las actividades de trading y eliminar la subsidiación cruzada de estas actividades. Lo que se requiere, en suma, es una mejor, no una mayor regulación.

Seis son los principios que propone para sustentar la reforma: i) cadenas de intermediación cortas, simples y lineales; ii) recuperación de las instituciones especializadas en determinados servicios financieros; iii) verificación de estándares de comportamiento en las personas que gestionen el dinero de otras personas o les presten servicios de asesoramiento; iv) establecimiento de un severo régimen sancionador; v) tratamiento del sector financiero como un sector más de la economía; vi) evitar el uso del sistema financiero como un instrumento de política económica.

Por otro lado, frente al mantra de que el tamaño acaba siendo nocivo para el sistema, considera que puede mejorar la estabilidad; lo que resulta problemática es la complejidad, no la dimensión de las entidades financieras.

Concluye la obra con un capítulo dedicado al futuro de las finanzas, en el que se recapitulan algunas de las ideas expresadas a lo largo de la obra, insistiendo, entre otros aspectos, en la necesidad de que las entidades financieras tengan unos niveles de capital mucho mayores que los establecidos por Basilea III. Aboga por un sector financiero que gestione nuestros pagos, financie nuestra vivienda, restaure nuestras infraestructuras, cubra nuestra jubilación y apoye las nuevas empresas.

Sus propuestas van dirigidas como guía a los políticos de la democracia cuando se enfrenten a la próxima crisis financiera. El papel de la educación es,

según Kay, crear una opinión pública informada, como arma más efectiva contra el mal uso del poder en una sociedad democrática. Su planteamiento puede resumirse de forma palmaria: lo que hace falta es recuperar el negocio serio y responsable de gestionar el dinero de otras personas.