

La crisis, a vista de pájaro

Carlos Pérez de Eulate

Mervyn King

El fin de la alquimia. Dinero, banca y el futuro de la economía global

Trad. de Gustavo Teruel

Barcelona, Deusto, 2016 452 pp. 22,95 €

«La transmutación de depósitos bancarios con un valor seguro -dinero- en inversiones de riesgo ilíquidas es la alquimia del dinero y de la banca». Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra entre 2003 y 2013 y, por tanto, en una posición privilegiada durante la peor crisis financiera que hemos vivido desde la Gran Depresión, ha publicado recientemente un libro más que notable en el que repasa todo el entramado económico-financiero del mundo actual, no limitándose a la descripción narrativa de acontecimientos y hechos. Es más un libro de ideas que un libro de memorias y, en este sentido, a nuestro parecer, supera en interés al de Alan Greenspan, [La era de las turbulencias](#), de 2007, o al más reciente de Ben Bernanke, *El valor de actuar. Memoria de una crisis y sus consecuencias*, editado en 2015.

Pero, ¿de qué trata el libro? Básicamente, y no quiero hacer un resumen, sino una breve reseña y, por lo tanto, aportar unas palabras que estimulen a su lectura, Mervyn King analiza el dinero y el papel de los bancos centrales en las dos amplias esferas específicas de su competencia: en «los tiempos buenos», la política monetaria; y en «los tiempos malos», los rescates y la política financiera. Ello da pie al autor a hacer una reflexión global sobre las finanzas y a ofrecer una serie de recomendaciones de política, tanto monetaria como financiera.

Nos interesa aquí centrarnos, principalmente, en el primer aspecto, la política monetaria, aunque la contribución de Mervyn King al análisis del riesgo y la incertidumbre, su concepto de «incertidumbre radical» y su propuesta de simplificación de la regulación bancaria -que no implica más laxitud de las autoridades, sino todo lo contrario: más claridad y eficacia- debería ser estudiada seriamente. En concreto, sus dos propuestas de un coeficiente simple, no ponderado, de apalancamiento de capital a activos totales y, en segundo lugar, el mantenimiento de una relación positiva en los balances bancarios entre activos líquidos y pasivos líquidos, con lo que ello implica de reconsideración de la tradicional política de prestamista de última instancia. No parece que los trabajos del grupo denominado Basilea III vayan realmente en esta dirección.

Pero lo verdaderamente interesante del libro es su aproximación, franca, independiente y, a veces, provocativa, frente a las políticas dominantes en estos últimos años en los centros de decisión occidentales. Nos referimos no tanto a la llamada política «macroprudencial», o de control financiero de las entidades de crédito, aunque también, cuanto a la política monetaria ultraexpansiva llevada a cabo desde el inicio de

la crisis. El paradigma generalmente aceptado se parece cada vez más a una caricatura del keynesianismo más simple. Los riesgos que comporta son serios y crecientes. La posición de Mervyn King es mucho más escéptica que la de Ben Bernanke y, por tanto, mucho más estimulante intelectualmente. Para muestra, dos botones: «El no reconocer la necesidad de un ajuste real en la mayoría de las principales economías, así como la dependencia continua de la política monetaria como única alternativa posible, constituyen un error tanto teórico como práctico, y son las causas del débil crecimiento de hoy» (p. 73). O «Las políticas monetarias y fiscales no son la ruta hacia un nuevo equilibrio» (p. 401).

Todo ello se encuentra suficientemente matizado y articulado –no estamos ante un panfleto político–, distinguiendo claramente entre dinero o políticas monetarias en períodos de crisis o situaciones de emergencia, y oferta monetaria compatible con la expansión no inflacionaria del crecimiento potencial de la economía. En todo ello subyace el debate sobre la idoneidad de una política de bajísimos tipos de interés nominales, incluso de tipos reales negativos más allá de fenómenos puntuales de iliquidez o súbito aumento de la demanda de dinero, como, por otra parte, sucedió en 2008-2009. Mervyn King se muestra bastante escéptico sobre la efectividad de políticas ultraexpansivas como las adoptadas por el Banco Central Europeo, llevando su análisis hasta la duda razonable sobre la sostenibilidad de la misma en el contexto actual, esto es, en ausencia de una aceptación generalizada de transferencias de países acreedores a países deudores, básicamente de norte a sur del área euro, lo que requeriría una unidad política supranacional en detrimento, obviamente, de países como Alemania.

En realidad, la política monetaria del Banco Central Europeo se parece cada vez más a una política fiscal encubierta con una financiación cuasigratuita de los desequilibrios, lo que desincentiva su corrección. Por otra parte, los actuales tipos reales negativos son un impuesto a la riqueza no inmobiliaria y pueden terminar creando más problemas de los que aparentemente solucionan. Mervyn King no llega a predicar el desmantelamiento del euro, pero sí ve una Unión Europea a dos velocidades –países en el euro y países fuera del euro–, con crecientes tensiones en el primer grupo.

El control de la inflación, el gran éxito de los bancos centrales a partir de Paul Volker, es posiblemente el eslabón más débil de la cadena en la actual coyuntura, por paradójico que parezca. La inflación se desencadena casi siempre de manera no anticipada, a tasas crecientes e incluso exponenciales a partir de la pérdida de confianza en la moneda por los agentes económicos. El *trade off* inflación-empleo, además de no estar suficientemente justificado por la evidencia, al menos más allá de períodos muy breves, es una apuesta muy peligrosa. La inflación es un dopaje que evita tomar medidas de calado real, las llamadas «reformas estructurales». Diluye la carga de la deuda, pero expropia a sus tenedores, favoreciendo específicamente a los países más endeudados, evitando ajustes de sus cuentas públicas a costa de una transferencia masiva de renta vía impuestos y/o pérdida de poder adquisitivo.

El Banco Central Europeo ha optado por una huida hacia adelante, posiblemente sin considerar alternativas más matizadas, menos mediáticas, pero más constructivas a largo plazo. No parece que con políticas proclives a mayor endeudamiento vayan a solucionarse precisamente los problemas de sobreendeudamiento. Lo único que puede conseguirse es un aplazamiento del reajuste, posiblemente asociado a una nueva crisis.

El riesgo es la politización del Banco Central Europeo, que quizá ya sea un hecho –y son palabras de Mervyn King– y su corolario serán necesariamente elevadas tasas de inflación (muy por encima del objetivo del 2%), una depreciación sustancial del euro y consecuencias sociales y políticas impredecibles. La alternativa –ajuste gradual, desapalancamiento, disminución del déficit público (y, en muchos casos, claramente del gasto público) e incremento de la productividad– choca con la barrera política en la mayoría de los Estados de la Unión Europea, ya que casi todos sus miembros –salvo Alemania, Holanda o Finlandia– son, en definitiva, prestatarios netos altamente endeudados y, por tanto, beneficiarios de la actual política.

El análisis no deja mucho margen al optimismo. No obstante, Mervyn King termina con un epígrafe denominado «La audacia del pesimismo», en el que expone algunas recomendaciones de política en las que no entraremos, dejando al lector que su curiosidad le conduzca a la lectura de este libro, que, repetimos, es una contribución excepcional al debate actual de ideas, alejándose del *mainstream* y de los relatos al uso, más o menos anecdóticos, de buenos y malos. Lo cual nos recuerda, por otra parte, en el contexto español, y con todas las salvedades requeridas, a la posición mantenida por Luis Olariaga en *La política monetaria en España*, de 1933, que todavía puede leerse con provecho.

En definitiva, y para concluir, un texto inusualmente valiente, sobre todo viniendo de alguien que ha tenido altas responsabilidades en el centro del sistema. Escrito con un lenguaje claro, riguroso, al tiempo didáctico, haciendo bueno el *dictum* de que sólo aquel que tiene claridad de ideas es capaz de exponerlas de forma sencilla. Si hubiera que elegir un solo título de entre los cientos que se han escrito sobre la actual crisis, nos atreveríamos a recomendar, sin la menor reserva, *El fin de la alquimia*, de Mervyn King.

Carlos Pérez de Eulate es economista del Banco de España.