

---

## Mervyn King: “The end of alchemy. Money, banking and the future of the global economy”

Little, Brown, Londres, 430 páginas

José María López Jiménez

Mervyn King ha sido el Gobernador del Banco de Inglaterra entre 2003 y 2013, es decir, durante los años de incubación, explosión e inmediata gestión de la crisis financiera. En esta obra ofrece su privilegiada visión de la crisis, aporta su punto de vista y opina sobre cuál debería ser la evolución de la economía y las finanzas para tratar de evitar una repetición, que sería mucho más deletérea, de los hechos.

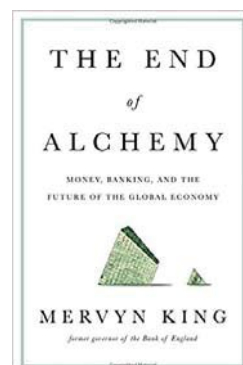
Justo al comienzo del libro afirma que en ningún momento ha sentido estrés durante su servicio en el Banco de Inglaterra: “el estrés viene cuando pierdes tu empleo y tienes la responsabilidad de una familia a la que sostener”, no cuando trabajas en una institución como el banco central inglés.

El relato cobra viveza con las notas biográficas que King va dejando caer en el desarrollo del libro, sin abusar de ellas. Admite que difícilmente se habría encontrado un mejor presidente de gobierno para Italia que Mario Monti, a pesar de no haber sido elegido por el pueblo y de carecer de mayoría parlamentaria... En cuanto a Mario Draghi, con el que coincidió en unas jornadas al comienzo de los Juegos Olímpicos de Londres, en 2012, admite su sorpresa ya que, a diferencia de otros banqueros centrales, el presidente del Banco Central Europeo no leyó su discurso, que fue el del famoso “whatever it takes”. También es llamativo, por ejemplo, que admite haber impartido charlas en colegios para explicar qué es el dinero, lo que muestra un compromiso hacia la educación financiera a una edad temprana. Refiere, por último, entre otras anécdotas, que cuando abandonó la institución monetaria el balance del Banco de Inglaterra se había duplicado, bajo la creencia de algunos de que todos los problemas económicos se pueden resolver por los bancos centrales (“the only game in town”). Esperar tanto de los bancos centrales, precisa, puede erosionar una independencia que sirvió para domar la inflación décadas atrás, y originar que los bancos centrales dejen de ser uno de los tres grandes inventos de la humanidad.

Sin embargo, no se trata de unas memorias, a las que nuestro autor, cuando han sido escritas por protagonistas de estos años de plomo, no parece sucumbir: «sus títulos son numerosos, pero todas comparten el mismo subtítulo invisible: “cómo salvé el mundo. [...] Las memorias, ya sean de políticos o

en el Banco de Inglaterra, refiere que todos ellos serán de dominio público una vez transcurran veinte años, por lo que entonces estarán al alcance de los historiadores que desde el futuro buceen en el pasado.

Su experiencia en el Banco le ha servido para conocer la inadecuación de los “modelos”, ya se trate de descripciones verbales o de ecuaciones matemáticas usadas por los economistas para explicar las oscilaciones en el gasto o la producción. Por ello, el libro está escrito en inglés llano (“plain English”) y se basa en ejemplos de la vida real, por lo que aspira a que esté al alcance de lector no especialista en economía pero interesado en las materias que trata.



La idea central de “The end of alchemy” es que el dinero y la banca son instituciones que han surgido antes que el capitalismo moderno, y están condicionadas por la Historia y por la tecnología de épocas pretéritas. El dinero y la banca permitieron el desarrollo de la economía de mercado y una promesa de alquimia financiera. Pero, en verdad, el dinero y la banca son, más que alquimia, el talón de Aquiles del capitalismo, dada la transformación de los depósitos bancarios con un valor seguro en inversiones arriesgadas e ilíquidas a largo plazo.

Sin embargo, los acontecimientos parecen contradecir la afirmación de King según la cual la intermediación de los bancos entre los depositantes y los solicitantes de crédito proporciona amplio margen a los banqueros para obtener beneficios (el interés de los préstamos a largo plazo, considera, es mucho mayor que el que los bancos deben pagar a los depositantes).

Un simple repaso a los discursos de los responsables del Mecanismo Único de Supervisión

---

del Banco Central Europeo, con su continua interpelación a las entidades para el cambio del modelo de negocio y para la mayor obtención de ingresos vía comisiones, muestra lo controvertido de esta opinión.

El libro está dominado por cuatro conceptos, verdaderos “leitmotivs”, que se reiteran a lo largo de toda la obra: “desequilibrio”, “incertidumbre radical”, “el dilema del prisionero” y “confianza”.

Pero lo que más nos alarma, y no solo se lo hemos leído a King, es que “parece que nuestra economía de mercado actual no está proporcionando un efectivo enlace entre el presente y el futuro”. Algo ha fallado en la relación de las finanzas —la estructura del dinero y la banca— y el sistema capitalista, que, sin duda, ha demostrado a través de los años ser la ruta de mayor éxito para escapar de la pobreza y alcanzar la prosperidad.

Durante los dos últimos siglos hemos dado por hecho que el crecimiento económico estaba garantizado, pero la realidad se ha comprobado que es otra (en esta línea, nos remitimos a las reseñas de “La gran degeneración. Cómo decaen las instituciones y mueren las economías”, de Liall Ferguson, y a la de “When the money runs out. The end of Western affluence”, de Stephen D. King, en los números 16 y 18, respectivamente, de eXtoikos).

Uno de los argumentos de la obra es que la economía ha incentivado formas de pensar que han hecho la crisis inevitable: “Dios puede haber inventado el universo, pero los hombres han creado el papel moneda y los bancos expuestos a los riesgos. Se trata de instituciones humanas, fuentes importantes de innovación, prosperidad y progreso material, pero también de avaricia, corrupción y crisis”. Probablemente, sea este párrafo el que haya inspirado el título de la obra: “La idea de que el papel moneda podría reemplazar a los intrínsecamente valiosos oro y metales preciosos, y que los bancos podrían tomar depósitos seguros a corto plazo y transformarlos en inversiones arriesgadas a largo plazo, surgieron en la Revolución Industrial en el siglo XVIII. Fue revolucionario e inmensamente seductor. Fue en realidad alquimia financiera [...]”.

Según Mervyn King, “durante los meses de agosto de 2007 y octubre de 2008, lo que parecía la época de la sabiduría pasó a ser vista como la de la estupidez, y las creencias se convirtieron en incredulidad”. Desde el primer momento, como manifestó públicamente, King encontró numerosas similitudes entre esta crisis y las principiadas en 1914 y 1929. Un mayor conocimiento histórico, sin duda, habría alentado a las autoridades a tomar las decisiones correctas en un menor lapso de tiempo.

King describe, sin aportar mucho más a lo que ya sabemos, los años de la Gran Moderación y la Gran

Recesión. Sí apunta, aunque de pasada y en una senda que quizás no haya sido explorada en exceso en sus implicaciones monetarias y financieras, a la caída del Muro de Berlín, a la que califica como “punto de inflexión clave” (quién sabe si el reciente fallecimiento de Helmut Kohl puede despertar, como legado póstumo, un mayor interés por esta época, en efecto, tan relevante).

Nos parece de particular interés la formulación de las que llama “primera ley de las crisis financieras” (una situación insostenible puede prolongarse durante un periodo mucho más largo de lo que se puede pensar que es posible) y “segunda ley de las crisis financieras” (cuando una situación insostenible llega a su fin, ello ocurre más rápido de lo que se puede imaginar). A propósito de los problemas de agencia en los bancos y el poder casi omnímodo de sus administradores y directivos, aun a costa del interés de los propietarios de las entidades, que son los accionistas, King cita un principio que por relevante traemos a colación aquí, junto a las dos “leyes”: los que gestionan el dinero de otros son más descuidados con estos fondos que cuando administran los propios.

En su opinión, el epílogo de la crisis financiera implica que la alquimia del sistema de dinero y banca continúa. No son muchas las cosas que han cambiado, pues la estructura de la banca permanece, al igual que la confianza en la función de los bancos centrales. La Ley Dodd-Frank para la Reforma de Wall Street y la Protección de los Consumidores de 2010, o la normativa europea de 2013 sobre requerimientos de capital [la Directiva 2013/36/UE y el Reglamento (UE) 575/2013] no han servido para cambiar la estructura fundamental del sistema bancario. Por si no fuera suficiente, necesitamos una nueva teoría, más allá de las aportaciones de Bernanke, Krugman, Rogoff o Summers, que explique por qué la demanda global es tan débil y los tipos de interés reales son tan bajos.

También ofrece nuestro autor su visión sobre el dinero, propio de las sociedades capitalistas, cuya función es permitir el intercambio de “trabajo hoy por poder generalizado de compra en el futuro”, engrasando las ruedas de las transacciones comerciales y financieras.

La historia del dinero es, en su opinión, la historia de cómo hemos evolucionado como animales sociales, comerciando los unos con los otros, en un proceso que desde la Mesopotamia y el Egipto de hace 11.000 años, partiendo de elementos (“commodities”) con valor económico intrínseco, como los cereales o el ganado (recuérdese que “pecus” —oveja en latín— se halla en el origen etimológico de “pecuniario”), condujo a la acuñación de los metales preciosos y, más adelante, a la emisión de billetes y monedas por los bancos centrales y a la creación de dinero bancario, sin que sepamos a

---

ciencia cierta qué sorpresas nos deparará en el futuro inmediato el desarrollo tecnológico.

King cita al insigne historiador Edward Gibbon para justificar el carácter social del dinero. Según el autor de “Auge y decadencia del imperio romano”: “El valor del dinero ha sido establecido por consenso general para expresar nuestros deseos y nuestra propiedad, como las cartas fueron inventadas para expresar nuestras ideas; y ambas instituciones, dando más energía a los poderes y pasiones de la naturaleza humana, han contribuido a multiplicar los objetos para cuya representación fueron diseñadas”.

El pensamiento de King está alineado en este aspecto con el de Yuval Noah Harari, autor de “Sapiens. De animales a dioses: Una breve historia de la humanidad”, que será objeto de recensión en un próximo número de eXtoikos.

King dedica particular atención al proceso de creación del dinero bancario, pues los bancos son los principales creadores de dinero en la forma de depósitos basados en dinero emitido en exclusiva por los bancos centrales. Trae a colación la obra de William Cobbett, de 1828, llamada “Paper Against Gold; or The History and Mystery of the Bank of England, of the Debt, of the Stocks, of the Sinking Fund, and of all the other tricks and contrivances, carried on by the means of Paper Money”, para admitir que la tensión entre el papel y el oro (una “reliquia de los bárbaros”, para Keynes) como la base del sistema monetario le fue revelada cada día durante su mandato en el Banco de Inglaterra.

La confianza es lo que da solidez al edificio, concluye, y, a estos efectos, para su mantenimiento, es necesario el compromiso entre generaciones, entre los muertos, los vivos y los que vivirán: “quizás sea cierto que la confianza —no el dinero— hace que el mundo gire”, como se cantaba en el musical Cabaret.

El dinero se crea hoy día por el sector privado (bancos), y esta es la más seria falla en la gestión del dinero en nuestras sociedades, lo que ya se puso de relieve por Thomas Jefferson en 1809, demandando la restitución del poder de emitir dinero al pueblo, a quien realmente pertenece.

King admite que en su carrera en el Banco de Inglaterra hubo de lidiar con banqueros malvados e incompetentes, aunque muchos de aquellos con los que trató no eran ni lo primero ni lo segundo. Ahora bien, cada uno buscó actuar racionalmente, lo que, conforme a la teoría de los juegos, provocó que el resultado colectivo fuera desastroso. Menciona, con intención, la obra de Brecht “La ópera de los tres centavos” (1928): “por qué robar un banco y arriesgarse a ir a la cárcel cuando puedes fundar un banco y crear dinero”. Visto lo acontecido, no es de extrañar que los bancos sean tan impopulares.

A propósito de las funciones de los bancos centrales modernos, King formula la interesante “teoría de Maradona de los tipos de interés”: en el Mundial de Méjico de 1986 Maradona marcó a Inglaterra el célebre gol con la mano (“la mano de Dios”), ilegal, obviamente, pero no detectado por el árbitro. Sin embargo, el segundo gol es un ejemplo del poder de las expectativas. Maradona corrió desde su propio campo, superando a cinco jugadores ingleses, antes de conseguir su brillante gol. Pero lo llamativo es que, en realidad, Maradona corrió en línea recta, ya que los jugadores rivales se fueron apartando de su camino esperando un quiebro hacia la derecha o hacia la izquierda. La política monetaria funciona (o debería funcionar) de forma análoga, pues los mercados reaccionan a la vista de lo que se espera que los bancos centrales decidan, dentro de un cierto margen de discrecionalidad, exento de la transparencia que debe caracterizar la actuación de las administraciones públicas.

En relación con los bancos centrales, King desmonta parte de nuestras convicciones cuando muestra que la función de prestamista de última instancia no se formuló por Walter Bagehot, sino por Henry Thornton en su obra de 1802 “Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain”, con resonancias de las decisiones adoptadas por Alexander Hamilton, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, para atajar el “pánico bancario” de 1792. King apunta que Hamilton fue “el primero de una larga lista de Secretarios del Tesoro norteamericano que creyó en los rescates”.

Hacia la parte final del libro el tono pasa de ser descriptivo a otro más prescriptivo, pues King expone sus ideas para que el sistema sea más sólido y fiable, desde las limitaciones impuestas por unas bases bien ancladas en la Historia, con ramificaciones políticas y sociales.

La liquidez desaparecería si todo el mundo tratara de convertir sus activos en dinero al mismo tiempo. Los pánicos bancarios reflejan la alquimia subyacente que hace que el sistema sea inestable. Por tanto, la liquidez es una ilusión. En la reciente crisis se han añadido los problemas de solvencia: cuando los acreedores creen que el capital del banco es insuficiente para absorber pérdidas potenciales, prefieren, con toda la racionalidad, retirar sus depósitos e instrumentos financieros mientras las cosas van bien (la crisis de Banco Popular de junio de 2017, la primera que ha activado los resortes del Mecanismo Único de Resolución, confirma la pertinencia de esta observación).

Por lo tanto, para operar sobre la alquimia es necesario tener en cuenta la liquidez y la solvencia.

El nexa tóxico entre la actual responsabilidad limitada de los accionistas de los bancos, la garantía de los depósitos (por la industria bancaria pero con

---

una garantía, en último término, de los Estados) y el carácter de prestamista de última instancia de los bancos centrales, supone que existe un subsidio masivo e implícito a la toma de riesgo por los bancos. ¿Qué banco, se pregunta Mervyn King, podría resistirse a la tentación de no explotar este subsidio? Por ello, los bancos se han financiado en los últimos años con muy poco capital y con mucho apalancamiento.

Foros e instituciones como el G-20, la Junta de Estabilidad Financiera y el Comité de Basilea del Banco de Pagos Internacionales, han tratado, con sus recomendaciones, de elevar los requerimientos de capital de las entidades bancarias. Asimismo, se ha procurado separar la banca comercial de la banca de inversión, y reforzar la liquidez con nuevos ratios (“liquidity coverage ratio”). La regulación se ha convertido en un instrumento extraordinariamente complejo para llevar a la realidad todas estas novedades, como no se le escapa a King.

Ya quisieran muchos operadores jurídicos del sector financiero que la cita de King a Lord Mansfield, de 1761, aplicara al actual marco regulatorio: “The daily negotiations and property of merchants ought not to depend upon subtleties and niceties; but upon rules easily learned and easily retained, because they are dictates of common sense, drawn from the truth of the case”. El vigente manual regulatorio del banquero inglés excede de las 10.000 páginas, que no están lejos de la media de otras jurisdicciones.

Pero, en general, la alquimia del sistema bancario permanece, como ya hemos expresado. Las tesis que pretenden poner fin al sistema de reserva fraccionaria —defendidas, entre nosotros pero con eco en Reino Unido, por Jesús Huerta de Soto— cobran fuerza. El “Plan de Chicago” promueve que los bancos retengan una reserva del 100 % de activos líquidos contra depósitos. De este modo, se rompería el enlace entre la creación del dinero y la creación del crédito. Se trataría de nacionalizar el dinero pero no la banca.

Los bancos centrales deberían proveer tan solo una parte de la liquidez, con buen colateral, demandada por los bancos. En época de crisis, en el actual estado de cosas, será inevitable prestar con mal colateral. En consecuencia, la función del prestamista de última instancia se debería desarrollar por el llamado por King “prestamista para todas las temporadas” (“pawn-broker for all seasons”), que ofrecería liquidez con la garantía de activos ilíquidos o de mala calidad. Esta función solo se puede desarrollar por un banco central, pero conforme a un marco legal nuevo que mitigue las corridas bancarias, implementado en un periodo transitorio de entre diez y 20 años, por ejemplo. El origen de esta propuesta se encuentra en William Leggett y en su artículo escrito en el “New York Evening Post” en diciembre de 1834. El mayor problema de este modelo estaría en la determinación

de los “haircuts” apropiados, que permitan a los bancos centrales absorber potenciales pérdidas del colateral ante el impago del préstamo por la entidad bancaria. Algunos bancos centrales ya han dado pasos en la dirección del “pawn-broker for all seasons”.

Toda la reflexión acumulada durante los años recientes debe ser útil para predecir la próxima crisis financiera, que, como los terremotos, será difícil de anticipar. Los bajos tipos de interés han contribuido a la elevación del valor de los activos y del volumen de deuda. Los principales riesgos provienen de la caída del valor de los activos y de su reflejo en los balances bancarios, lo que podría conducir a una oleada de quiebras de familias y empresas.

La deuda soberana también puede ser un dolor de cabeza para las autoridades en los próximos años, tanto en la zona del euro como en los países emergentes, lo que podría plantear si parte de la deuda debe ser condonada por los acreedores. La Historia puede ofrecer lecciones interesantes, sobre todo si se analiza el problema de la deuda alemana tras los Tratados de Versalles, en el periodo de entreguerras, o tras la Segunda Guerra Mundial, resuelta con los Tratados de Londres de 1953.

Europa y la Unión Europea deben redefinirse, sin perder de vista el “trilema político” enunciado por Dani Rodrik: la mutua incompatibilidad entre la democracia, la soberanía nacional y la integración económica. El “Brexit”, que es posterior a la publicación del libro, acentuará, sin duda, estas tensiones.

La gobernanza política y económica global también se complicarán, ante la creciente fragmentación del planeta. Un mundo multipolar es por definición más inestable que el dominado por la “Pax Americana”. La obra también es anterior al triunfo de Donald Trump en las elecciones presidenciales de los Estados Unidos de finales de 2016, por lo que los retos son mayores que los vislumbrados por King.

Los principales desafíos económicos del mundo de hoy día son el continuo desequilibrio entre el gasto y el ahorro, pero no sabemos si la próxima crisis estallará por el colapso del sistema económico y financiero, o por un conflicto político o incluso militar.

A la próxima generación le tocará acometer una revolución intelectual, lo que no debe ser una excusa para que los mayores adopten una posición de pasividad. Los jóvenes sufrirán la próxima crisis, cuyos costes serán todavía mayores que los de la de 2008. Es por ello por lo que, más que nunca, necesitamos “la audacia del pesimismo”, concluye King.