



El fin de la alquimia

Dinero, banca y el futuro de la economía global

INTRODUCCIÓN

Mervyn King fue gobernador del Banco de Inglaterra desde 2003 hasta 2013 y actualmente es profesor de Economía y Derecho en la Universidad de Nueva York y profesor de Economía de la London School of Economics. Lord King fue investido miembro vitalicio de la Cámara de los Lores en 2013 y la reina lo nombró Caballero de la nobilísima orden de Garter en 2014.

En la introducción Mervyn King nos explica que el libro se desarrolla entorno a cuatro conceptos claves, el desequilibrio, la incertidumbre radical, el dilema del prisionero y la confianza. Habla de la crisis de 2007-2008 con el objetivo de averiguar cuáles son las causas subyacentes y no los síntomas. Citando: *"La crisis fue el fracaso de un sistema y de las ideas que lo sostenían, no de unos concretos responsables políticos o banqueros, a pesar, indudablemente, de lo codiciosos e incompetentes que fueron algunos de ellos"*. p.23. Trata también de explicar cómo podemos terminar con la «alquimia» de nuestro actual sistema de dinero y banca. La alquimia siendo: *"La creencia de que todo el papel moneda puede transformarse a petición en una materia prima intrínsecamente valiosa, como el oro, y que el dinero que se mantiene en los bancos puede sacarse cuando quiera que los depositantes lo soliciten"*. p.28. Por fin, reflexiona sobre la pertinencia de las teorías económicas asentadas: *"Mi experiencia en el Banco Central británico revela la inadecuación de los "modelos", ya sean descripciones verbales o ecuaciones matemáticas, usados por los economistas para explicar las oscilaciones en el consumo total y la producción"*. p.27. Pone en duda nuestras certezas macroeconómicas y nuestra capacidad de prever el futuro. Al final del libro, aportará unas recomendaciones para no fomentar un crecimiento económico basado en desequilibrios globales crónicos como en el pasado.

El resumen se expondrá de la siguiente forma. Para cada capítulo, citaré y comentaré pasajes que en mi opinión resumen las ideas clave del libro. Al final del trabajo de resumen, trataré de criticar los aspectos que no me convencieron, a partir de mis conocimientos previos sobre los temas tratados y mi opinión personal subjetiva.

EL BUENO, EL FEO Y EL MALO

En este capítulo, el autor recuerda algunos momentos importantes de la historia económica como fue la gran recesión de los años 30. Los economistas que llegaron después de esa gran recesión se prometieron de nunca lidiar con otra crisis tan grande. Sin embargo hemos vivido durante los años sesenta una inflación y un desempleo significativo y en 2008, la mayor crisis financiera del mundo.

Mervyn King hace un resumen de toda la historia del crecimiento y del capitalismo. Define el capitalismo como: *“Un sistema económico en el cual los propietarios privados de capital contratan a asalariados para trabajar en sus empresas y pagan sus inversiones consiguiendo financiación de bancos y mercados financieros”*. p.36-37. Añade, la evolución del dinero y la banca, como condición necesaria para la Revolución Industrial Inglesa. Retrasa, los pensamientos de los siglos anteriores, pasando por la productividad de Smith, el comunismo de Marx o el papel de la demanda de John Maynard Keynes.

Desde los años sesenta, los países occidentales centraron su atención en controlar la inflación, dando una mayor independencia a los bancos centrales. Se consiguieron tipos de cambios fijos para dar una movilidad libre a los capitales. Se eliminaron las regulaciones bancarias y financieras, para asegurar una «estabilidad financiera», promoviendo más competencia entre bancos y que pudiesen invertir en nuevos productos para diversificar el riesgo. Las consecuencias de estas decisiones analizadas hoy, tienen aspectos buenos, malos y feos. El bueno fue la llamada Gran Estabilidad, gracias a una política monetaria capaz de controlar la inflación. El malo fue el aumento de los niveles de deuda para Europa y niveles muy altos de ahorro para otros. El feo fue el desarrollo de un sistema bancario extremadamente frágil.

Según Mervyn King, nos podemos remontar hasta la caída del muro de Berlín para explicar los determinantes que llevaron a la crisis de 2007/2008. Fue el inicio de la apertura de países como China que se convirtió en la fábrica del mundo. Pero en vez de invertir en su país para desarrollarlo eligió ahorrar de forma extrema, manteniendo así un tipo de interés mundial muy por debajo de lo que se hubiera tenido sin este fuerte ahorro asiático. Además, China mantuvo tipos de cambios inferiores a los países occidentales para ser más competitivo. El resultado para Europa, de tipos de interés muy bajos y de productos chinos más competitivos, provocó una subida de precio de los activos y por consecuencia un aumento del endeudamiento privado supervisado por los bancos. La disminución de los tipos de interés hicieron que los bancos y los inversores tomarán más riesgos para compensar la rentabilidad perdida. Fue el inicio de la creación de productos financieros más riesgosos como por ejemplo fueron las subprimes. El sistema se mantenía gracias a la confianza, pero cuando se fue, los bancos que se habían arriesgado ya no podían hacer frente a sus acreedores. En vez de apoyarse, los bancos temían acordar préstamos entre ellos y se transformó en una crisis de la liquidez. Tras la caída de Lehman Brothers, los bancos centrales como los países, tomaron las decisiones necesarias para rescatar al sistema bancario y financiero en general. La crisis fue tal que: *“En 2015 todavía no se había producido la vuelta al crecimiento y la confianza experimentada durante la Gran Estabilidad”*. p.62

La crisis de 2008 no se puede comparar con otras. Fue una crisis sin precedentes con el mayor estímulo monetario jamás visto y con políticas monetarias no convencionales. Sin embargo, en 2015, es decir seis años después, no hemos recuperado la tasa de crecimiento anterior a la crisis. Frente a tipos de interés tan bajos y una demanda mundial tan débil, la explicación de algunos economistas es el «estancamiento secular». Mervyn King critica a esos economistas quienes, según él, fingen haber ofrecido una explicación al fenómeno extraordinario de una demanda tan débil y que se mantiene gracias a tipos de intereses reales negativos. La caída de los tipos de interés mundiales en Europa y Estados Unidos viene de los años noventa, para impulsar una demanda doméstica cada vez menor por la culpa de déficits exteriores mayores. Impulsar la demanda total tenía como objetivo mantener una producción interna lo suficientemente fuerte para asegurar el pleno empleo. De tanto estimular el consumo presente a costa del ahorro para el consumo futuro, se incrementó la deuda doméstica. Además, se invirtió en inversiones con poca rentabilidad futura como es el inmobiliario residencial. No solo hubo un desequilibrio interno entre gasto y ahorro sino también un desequilibrio externo entre importación y exportación: *“La corrección de los desequilibrios internos y externos será un largo proceso[...], Los errores del pasado (demasiado consumo en algunos países y demasiado poco en otros); e inversiones erróneas en la mayoría, significan que los hogares han rebajado su nivel deseado de consumo y las empresas no tienen aún la confianza de que un reequilibrio de nuestras economías justifica nuevas inversiones significativas”*. p.73. Por eso, los bajos tipos de interés no pueden corregir el desequilibrio.

EL BIEN Y EL MAL: CONFIAMOS EN EL DINERO

En este capítulo el autor cuenta *“la historia del dinero. Explicando por qué y cómo empezó a existir el dinero basado en materias primas, y el papel de los metales preciosos como moneda estandarizada”*. p.83

Recordó los criterios necesarios para que el dinero sea usado como medio de intercambio. El primer criterio es el criterio de aceptabilidad: *“El dinero debe ser aceptado por cualquiera a quien uno desee comprarle «cosas»”*. p.77. El segundo es el criterio de estabilidad: *“Que exista un grado razonable de predictibilidad respecto a su valor en una transacción futura”*. p.77. La pregunta interesante es: *“¿cómo se empezaron a usar como dinero los pasivos de los bancos?”*. p.83. Para ello empezó recordando cómo funciona un banco: *“Para los bancos, los préstamos son activos, y los billetes y depósitos son pasivos; [...] Cientos de bancos privados hicieron préstamos y se financiaron tomando depósitos, imprimiendo billetes. Sus activos eran sus reservas de oro y el valor de los préstamos que habían conseguido, y sus pasivos eran billetes y depósitos”*. p.85. El problema con la creación de dinero por parte de los bancos privados es que: *“El dinero en la forma de billetes y depósitos privados es un derecho sobre activos y líquidos con un valor incierto. Así que tanto su aceptabilidad como su estabilidad pueden verse amenazadas de vez en cuando”*. p.84.

En la economía moderna es importante la aceptabilidad del dinero en las transacciones financieras incluyendo la concepción y el repago de préstamos o la compra y venta de activos financieros. Para el control de la oferta monetaria, especialmente en periodos de crisis, los bancos centrales pueden comprar activos para expandir la oferta monetaria. Pero, para que ello funcione, la confianza en el Banco Central es imprescindible.

Otra función del dinero, es la estabilidad de su poder adquisitivo. El autor nos recuerda el problema de la hiperinflación que muchos países tuvieron. El hecho de que hoy la inflación no es un problema, gracias a la independencia de los bancos centrales, que se concentran en mantener una moneda estable, eso no fue siempre así en los siglos pasados. El autor hace referencia a la Francia revolucionaria, la Guerra de Independencia de Estados Unidos, la Guerra Civil norteamericana, la Alemania de los años 20 bajo la República de Weimar, la Europa del Este después del colapso de la Unión Soviética y más recientemente Zimbabue en 2008 y Corea del Norte en 2009. *“Estas hiperinflaciones fueron causadas por la impresión excesiva de dinero para financiar déficit gubernamentales que se habían vuelto incontrolables”*. p.96

En este capítulo, también se analizaron las ventajas y desventajas del oro como moneda de intercambio. La ventaja del oro, y el hecho de que durante siglos fue una forma de pago aceptada, es por su independencia frente a los gobiernos. Su oferta no depende de instituciones humanas impredecibles. Eso no significa que el oro no sufre de inconvenientes, es pesado, poco práctico de usar y no permite políticas discrecionales de oferta monetaria cuando es necesario.

Existen dos ideologías acerca del dinero, la teoría keynesiana y la monetarista. Los monetaristas como Milton Friedman tenían miedo a la inflación debido a la gran depresión. Entonces, para ellos, es imprescindible controlar la oferta monetaria. Keynes también habló del dinero en su obra publicada en 1936: *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Pero para él, *“la política fiscal era más poderosa para controlar la economía”*. p.105. Lo que podemos destacar es que: *“Durante más de dos siglos, los economistas han luchado para proveer una base teórica rigurosa para el papel del dinero, y en gran medida han fracasado”*. p.105

La confianza es algo necesario para que el mundo funcione. Permite el intercambio de bienes y servicios en lugares y momentos distintos. Nuestro propio sistema de jubilación funciona gracias a la confianza que las generaciones futuras paguen cuando nuestra generación se jubile. En general: *“El uso del dinero facilita la confianza que es necesaria para alcanzar el mejor resultado posible”*. p.110. Sino, para intercambiar bienes o servicios, era necesario una doble coincidencia de deseos, de temporalidad y geográfica como lo era el trueque.

El dinero nos da la capacidad de intercambiar trabajo hoy por poder adquisitivo generalizado en el futuro. Ante un futuro impredecible, la única forma de asegurarse, es ahorrar dinero frente la incertidumbre. *“A lo largo de los siglos, el dinero ha evolucionado, pasando de ser un medio de pago diseñado para superar las limitaciones de un sistema simple de trueque a constituirse en una reserva líquida esencial para la operación de la economía capitalista en un mundo real con un futuro y incognoscible”*. p.113. Ahora vamos a estudiar: *“¿por qué han permitido los gobiernos que el dinero, un bien público, caiga bajo el control privado?”*. p.114.

LA INOCENCIA PERDIDA: ALQUIMIA Y BANCA

Mervyn King no quiere culpar a solo unos individuos como responsables de la crisis como lo hubieran podido ser Dick Fuld el consejero delegado de Lehman Brothers o Fred Goodwin el consejero delegado de la Royal Bank of Scotland. Mervyn, resume lo que nos llevó a la crisis, como un dilema del prisionero. *“Debido a que no podían influir en el comportamiento de los demás, todos los actores claves del drama actuaban comprensiblemente según su interés propio dadas las acciones de todos los demás. Puesto que, por una u otra razón nadie podía cooperar con los demás jugadores todos terminaron en peor situación”*. p.116. Está diciendo que se podía prever la insostenibilidad del sistema, pero que como «seguía la música sonando», los bancos seguían «bailando», si recogemos la expresión de Chuck Prince, director general de Citigroup hasta noviembre de 2007.

La banca evolucionó mucho desde principios del siglo XX hasta hoy. Primero, el peso del sector bancario sobre el PIB creció de forma exponencial. Segundo, el riesgo tomado creció a niveles astronómicos si nos fijamos en los niveles de apalancamiento anteriores a la crisis de 2008. ¿Cómo y por qué ocurre esto?, lo primero, es que, el sistema bancario se convirtió en una institución imprescindible para nuestra economía. Sin ella, la gente no podría recibir sus sueldos, pagar facturas, devolver sus préstamos y hacer otras transacciones. Como los gobiernos conocen el papel importante del banco en el funcionamiento de la economía, estarán dispuestos a salvarla ante cualquier situación. Eso incentiva a los bancos para tomar riesgo porque saben que son imprescindibles para la economía y se les rescatará.

Otra fecha importante es 1999, con la ley de Gramm-Leach-Bliley que permitió la fusión entre la banca de inversión y la banca comercial. Tras esas fusiones el objetivo era crecer lo más posible para poder prestar a menor coste. Además, esa ley cambió la forma de hacer dinero, centrándose en encontrar instrumentos financieros cada vez más sofisticados y riesgosos para ganar dinero. El objetivo no era solamente desarrollar instrumentos atractivos, pero llegaba también al límite de lo legal. *“En 2015, el total de las multas impuestas a los bancos a escala mundial desde que terminó la crisis bancaria en 2009 ascendía a alrededor de 300.000 millones de dólares”*. p.129.

En este apartado Mervyn King habla de la fragilidad del sistema bancario. *“La característica de un banco es que sus activos son mayoritariamente de largo plazo, ilíquidos y con riesgo, mientras que sus pasivos son de corto plazo, líquidos y se perciben como seguros”*. p.133. El banco hace dos cosas, «transformación de vencimientos», cuando transforma pasivos de corto plazo en activos de largo plazo, endeudándose a corto para prestar a largo. Pero, también hace «transformaciones de riesgo» cuando crea depósitos considerados seguros por los depositantes, en préstamos que, por su naturaleza, son inherentemente arriesgados. La fragilidad del sistema es que si los depositantes pierden confianza en el banco y quieren retirar su depósito, un banco con suficiente capital social y liquidez disponible podría hacer frente a la crisis. Pero antes de la crisis, los bancos se financiaban cada vez menos con capital social, y no tenían el ratio de liquidez suficiente. *“Con toda la innovación inteligente en el mundo de las finanzas, su vulnerabilidad residía y continúa residiendo, en los niveles extraordinarios de apalancamiento. Fingir que los depósitos son seguros cuando están invertidos en activos de riesgo de largo plazo es una ilusión. Sin un colchón de capital social lo suficientemente grande como para absorber las pérdidas, o sin el apoyo implícito del contribuyente, los depósitos son inherentemente arriesgados. En efecto, el intento de transformar activos de riesgo en pasivos sin riesgo es una forma de alquimia”*. p.141.

Eso sí, existe una ventaja de tener un sector bancario grande, facilita la diversificación del riesgo. Mervyn explica la crisis que tuvo Estados Unidos en los años treinta, donde miles de bancos quebraron. Al ser pequeños bancos, había oportunidades limitadas de compensar pérdidas en un sector o una zona con beneficios en otro. Acabó con el ejemplo de Canadá, que es un país con pocas bancas y que tuvo pocas crisis bancarias a lo largo de su historia.

INCERTIDUMBRE RADICAL: EL PROPÓSITO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Este apartado Mervyn King quiere sensibilizarnos al hecho de que es imposible predecir todo lo que sucederá en el futuro, a pesar de las estadísticas y las probabilidades. *“El uso de la econometría se apoya en la suposición de que las correlaciones continuarán manteniéndose en el futuro [...]. Pero, si el modelo es erróneo, las correlaciones observadas demostrarán ser una pobre guía para el futuro”*. p.156.

Existen dos tipos de incertidumbres que son: **el riesgo**, *“está relacionado con sucesos, en los que es posible definir con precisión la naturaleza del resultado futuro y asignar una probabilidad a la ocurrencia de ese suceso basándose en la experiencia pasada”*. p.158. Y la **incertidumbre radical**: *“tiene que ver con sucesos en los que no es posible definir, ni incluso imaginar, todos los escenarios futuros, y a los que, por tanto, no se pueden asignar probabilidades”*. p.158. Para Mervyn King, *“Los economistas piensan por lo general en riesgos en vez de en incertidumbre radical. Perciben el futuro como un juego de azar en el que sabemos todos los escenarios que pueden surgir y la probabilidad de cada uno de ellos a pesar de que no podemos predecir la tirada del dado”*. p.160.

La idea del autor es demostrar que todas las teorías económicas basadas en el comportamiento racional del individuo son muy limitadas. En un contexto de incertidumbre radical, el comportamiento de «optimización» no parece ser un comportamiento que se observa en los seres humanos: *“Los humanos no optimizan: afrontan. Responden y se adaptan a nuevos entornos, nuevos estímulos y nuevos desafíos”*. p.163. Tampoco está diciendo que todos los individuos son irracionales sino que: *“El desafío es averiguar cómo una persona racional podría afrontar la incertidumbre radical”*. p.164.

Mervyn va más allá y nos pregunta: *“¿qué significa ser racional en un mundo de incertidumbre radical?”*. p.167. Según él, no existe solo una solución óptima ante un futuro incognoscible. He citado unas frases del capítulo que me parecían las más pertinentes para entender la incertidumbre radical. En primer lugar, *“La incertidumbre radical es la clave para entender no solo el dinero y los bancos sino los mercados financieros en general”*. p.173. Es importante recordar que *“muchas empresas e instituciones quieren cubrir riesgos asociados con movimientos futuros en los precios de materias primas o cambios en los tipos de interés en los tipos de cambio de divisas así como en otras variables económicas”*. p.177. Entonces los derivados están para ello. *“Los derivados proveen formas alternativas de endeudamiento”*. p.178. Pero, ¿qué son realmente los derivados? El autor los define de la siguiente manera: *“Son combinaciones elaboradas de los contratos más tradicionales de acción deuda y seguro. Empaquetan una serie de retos futuros en una amplia variedad de inversiones que van desde vivienda hasta divisa extranjera. Son derechos sobre las rentabilidades generadas por los contratos financieros básicos subyacentes como el precio de las acciones. Los derivados típicamente implican un pequeño pago inicial y son un contrato entre dos partes para intercambiar un flujo de retorno o materias primas en el futuro”*. p.174. Entonces, se puede preguntar *“¿cuál es el propósito de todos estos mercados financieros? Canalizan los ahorros de hogares a inversiones empresariales a nivel nacional y en el extranjero. Hacen posible compartir los riesgos dándonos la oportunidad de asegurar cubrir o incluso especular contra sucesos futuros. Y ofrecen continuas valoraciones”*. p.173.

Para simplificar los mercados financieros Mervyn King escribió «La parábola de los mercados financieros en una isla desierta», que trata de explicar, de forma muy sencilla, de dónde salieron los mercados financieros y su vínculo con la realidad. En este caso, la parábola tiene que ver con pescadores y fabricantes de redes.

Se acaba el capítulo explicando el funcionamiento de la bolsa y sus programas sofisticados hechos de algoritmos potentes, capaces de informar de cuándo vender y comprar. La idea general es que: *“En una economía capitalista, el dinero, la banca y los mercados financieros son instituciones que han evolucionado para prever una forma de responder a un futuro impredecible”*. p.189. *“El dinero nos da la capacidad de intercambiar trabajo hoy por capacidad de compra en el futuro”*. p.189. Entonces, *“el dinero no solo es un medio para comprar cosas sino una forma de lidiar con un futuro incierto”*. p.190

HÉROES Y VILLANOS: EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES

En este capítulo se habla del papel de los bancos centrales en la economía y su evolución en el tiempo. Los primeros bancos centrales amanecieron cuando *“después de la experiencia de las crisis bancarias a finales del siglo XIX y principios del siglo XX, el Congreso quedó convencido de que un banco central era constitucional y a la vez una buena idea”*. p.196. La principal razón de su existencia es que *“había la preocupación de que los bancos pudieran emitir demasiados billetes con el fin de explotar la falta de información sobre la solvencia del banco entre los depositantes. Y, cuando había una crisis en el sistema bancario, no existía una autoridad central para restaurar la confianza.”* p.196. Con el tiempo, *“los bancos centrales evolucionaron gradualmente hasta convertirse en las poderosas instituciones que son hoy en día responsables de gestionar la oferta monetaria y supervisar el sistema bancario”*. p.197. Pero, la visión de los bancos centrales evolucionó: *“Los bancos centrales eran vistos como héroes por conseguir la década de la Gran Estabilidad y por impedir la repetición de la Gran Depresión. Después de 2008, eran vistos como villanos por haber fallado en poner riendas a los excesos del sistema bancario en primer lugar y después por crear dinero a una escala masiva”*. p.197. Eso sí, *“la experiencia ha demostrado la importancia de un banco central en dos aspectos claves de la gestión del dinero en una economía capitalista. El primero es asegurar que en las épocas buenas, la cantidad de dinero crece a una tasa suficiente para mantener la estabilidad general del valor del dinero, y el segundo es asegurar que en las épocas malas la cantidad de dinero crece a una tasa suficiente para proveer la liquidez”*. p.198.

La estabilidad de precios es algo importante para conservar una moneda con valor porque hay una relación entre la cantidad de dinero en circulación y los precios a los que se compran y venden los bienes y servicios. La teoría cuantitativa del dinero dice que los precios de las mercancías son siempre proporcionales a la cantidad de dinero. Entonces, para conservar una estabilidad de precios, hay que cuidar la cantidad de dinero en circulación. El problema es, que *“a lo largo de los años, los gobiernos han sido incapaces de resistir a la tentación de degradar la moneda y, con la llegada del papel moneda, de imprimir tanto como sea posible para financiar sus gastos”*. p.199. La solución encontrada fue durante un tiempo el patrón oro, hasta que se dejó. Pero en los años sesenta, tras una infección importante, *“se empezó a prestar atención a la idea de delegar la política monetaria a bancos centrales independientes con un mandato claro de conseguir estabilidad de precios”*. p.201. Además, el capítulo precisa que *“la principal preocupación de los bancos centrales no es eliminar las fluctuaciones en la inflación de los precios al consumo de un año a otro sino reducir el grado de incertidumbre sobre el nivel de precios en el largo plazo”*. p.204. Para Mervyn King, la responsabilidad del banco central va más allá de seguir una regla fija como la regla de Taylor, sino que *“la política monetaria se caracteriza en la práctica por un proceso continuo de aprendizaje”*. p.205. Es decir que *“La responsabilidad y la transparencia superan el uso de una regla fija”*. p.206.

La política monetaria funciona con expectativas. *“Los tipos de interés de mercado reaccionan a lo que esperan que haga el banco central”*. p.213. Entonces la transparencia de los bancos centrales sobre sus decisiones ha tomado un papel importante como otro medio de política. Pero Mervyn King añade que: *“para mantener la credibilidad, es importante que los bancos centrales no afirmen saber más de lo que de hecho saben”*. p.217. En el capítulo, el autor nos recuerda cual es el instrumento principal de un banco central, el tipo de interés, y su utilidad. *“Reducir los tipos de interés estimula la demanda de endeudamiento y, si los bancos aumentan sus préstamos, la oferta de depósitos bancarios aumenta. Eso levanta la oferta monetaria”*. p.217. Pero, *“qué hacer cuando los tipos de interés son cero y no se pueden rebajar más”*, p.218, como resultó en la última crisis. *“El método usado para crear dinero era comprar bonos del Estado del sector privado a cambio de dinero. Esas compras de bonos fueron descritas por muchos comentaristas como políticas monetarias «no convencionales» y llegaron a conocerse como «expansión cuantitativa» (Quantitative easing)”*. p.219.

Por fin se acaba con un concepto nuevo: *“El concepto de «dinero de emergencia» es importante. Captura la necesidad de un aumento súbito del dinero cuando hay un aumento brusco en la demanda de liquidez. Un salto en la demanda de liquidez puede surgir por muchas razones, incluyendo una pérdida de confianza en el propio sector público”*. p.240. Es, al Banco Central, proporcionar el dinero de emergencia porque *“una de las funciones exclusivas de los bancos centrales es la capacidad de crear «liquidez»*. Los bancos crean dinero, pero si la gente pierde la fe en los bancos, la última forma de dinero es la creada por el Banco Central”. p.228.

MATRIMONIO Y DIVORCIO: EL DINERO Y LAS NACIONES

Mervyn King empieza reconociendo que *“compartir moneda reduce los costes del comercio dentro de la Unión”*, p.252, pero no tarda en precisar que *“compartir una moneda significa agrupar soberanía monetaria aceptando un único tipo de interés oficial en toda la Unión”*. p.252. El tipo de interés único implica unas condiciones para enfrentar los «choques exógenos». *“Los «impactos asimétricos» a la demanda requieren, dentro de la Unión, un mercado de trabajo flexible que comprenda a toda la zona de tal forma que la mano de obra pueda moverse con facilidad desde un país con poca demanda de ella hasta un país donde la demanda sea alta”*. p.252. Y la flexibilidad del mercado de trabajo no es una realidad en la Unión Europea. Según Mervyn King, *“aunque el nacimiento del euro ocasionó algo de convergencia inicial de las tasas de inflación esperada, la consecuencia de un tipo de interés único fue la de generar una posterior divergencia de los resultados de inflación”*, p.262, y va más allá cuando dice que: *“independientemente de las consideraciones sobre eficiencia, tiene poco sentido continuar en una unión monetaria con socios que no comparten los mismos objetivos y compromisos para la gestión del dinero”*. p.258. (No sé si es relevante recordar que es inglés).

Uno de los argumentos de esta toma de posición en contra de la Unión por parte del autor es que *“la pérdida de competitividad resultante entre los socios del sur de la Unión frente a Alemania es grande [...] Aumentó los déficits comerciales de pleno empleo en países donde la competitividad se estaba perdiendo y aumentó los superávits comerciales en aquellos donde se estaba ganando. Esos superávits y déficits están en el corazón del problema de hoy”*. p.263.

La experiencia europea sugiere tres lecciones principales sobre la relación entre las naciones y las uniones monetarias. La primera, es que hay que asegurar que todos los socios en una unión monetaria han convergido plenamente sobre las mismas tasas subyacentes de inflación de precios y salarios antes de que se les permita unirse. Las presiones políticas llevaron a la admisión de países donde las tasas de inflación no habían convergido plenamente. La segunda es, que es importante controlar y evitar el surgimiento de divergencias en inflación de precios y salarios antes de que provoquen pérdidas de competitividad que pueden revertirse sólo mediante largos periodos de desempleo masivo. La tercera es, que los futuros impactos económicos son inherentemente impredecibles y la unión monetaria se verá muy presionada, salvo que haya un alto grado de confianza mutua y predisposición a hacer transferencias a países que han sufrido grandes impactos.

Mervyn King concluye con un tono bastante positivo sobre el futuro de la Unión con estas palabras: *“La Unión Económica y Monetaria Europea seguirá arrastrando su crisis, la cual no puede resolverse sin confrontar o bien las ambiciones supranacionales de la Unión Europea o bien la naturaleza democrática de los gobiernos nacionales soberanos”*. p.279.

LA INOCENCIA RECOBRADA: LA REFORMA DEL DINERO Y DE LA BANCA

Mervyn King quiere que se entienda que todo nuestro sistema reposa sobre una alquimia especial: *“El fingimiento de que los activos reales ilíquidos de una economía, las fábricas, los bienes de equipo, las casas y las oficinas pueden de repente convertirse en dinero o liquidez, es la esencia de la alquimia del actual sistema”*. p.296. Además, esa alquimia no es nueva, sino que *“durante siglos, la alquimia a sido la base de nuestro sistema de dinero y banca. Los gobiernos fingían que el papel moneda podía transformarse en oro incluso cuando había más de lo primero que de lo segundo. Los bancos fingían que los depósitos sin riesgo de corto plazo podrían usarse para financiar inversiones de riesgo de largo plazo. En ambos casos, la alquimia es la aparente transformación de riesgo en seguridad. Durante gran parte del tiempo, la alquimia parecía funcionar. [...] Cuando se perdía la confianza en el valor del dinero o en la solidez de los bancos había una crisis monetaria o bancaria”*. p.293.

El autor trata de explicar que esa alquimia funciona gracias a la **confianza** que existe entre los diferentes actores del sistema. Entonces cuando se pierde esa confianza, ya sea por razones justificadas o no, hay que recuperarla para que no se derrumba el sistema. *“Las preocupaciones sobre la solvencia, especialmente en un mundo de incertidumbre radical, generan fugas de depositantes. Para reducir o eliminar esa alquimia, necesitamos un conjunto común de medidas para tratar tanto los problemas de solvencia como los de liquidez”*. p.297. Ante este riesgo de fugas de depositantes, los bancos han ido tomando medidas para enfrentarlo. El problema viene, cuando la economía parece sana, y no se preocupa de anticipar riesgos futuros posibles. *“Los bancos han estado financiándose con demasiado poco capital y manteniendo niveles demasiado bajos de activos líquidos. Antes de la crisis, el capital era insuficiente para absorber las pérdidas potenciales por los riesgos asumidos, lo que significaba que era más probable que los depositantes u otros acreedores de corto plazo pensarán en retirar su dinero del banco ante alguna mala noticia. Y, en el caso de una fuga, no había suficientes activos líquidos para permitir al banco apagar las llamas pagando”*. p.298.

Antes de la crisis, se desarrollaron cálculos sofisticados para calcular el ratio de capital que haría falta para asegurarse frente a los riesgos de impagos, etcétera. Pero, Mervyn King, parece dudar de la eficiencia de estas técnicas cuando dice que: *“la ponderación del riesgo en el diseño de la regulación de capital parece atractiva a primera vista, pero se rompe en nuestras manos cuando intentamos usarla. Una ratio de apalancamiento simple es una medida más robusta para los propósitos regulatorios”*. p.302. Además, después de haber enfrentado la mayor crisis financiera y bancaria, fueron tomadas medidas como *“la cantidad mínima de capital social que un banco debe usar para financiarse, conocida como «requisito de capital», ha sido aumentada, y los bancos también tienen que mantener un nivel mínimo de activos líquidos en relación con los depósitos y otra financiación de corto plazo que se llama «ratio de cobertura de liquidez»”*. p.299.

El autor termina este capítulo proponiendo una medida de política económica, que hubiera ayudado a recuperar liquidez y solvencia, para los bancos en dificultad durante la crisis. Entonces, según Mervyn King, *“ha llegado el momento de reemplazar el prestamista de última instancia (PUI) por el «empeñista para todas las estaciones» (ETE). Un empeñista es alguien que está dispuesto a prestarle a casi cualquiera que deje en prenda una garantía que cubra el valor del préstamo”*. p.315. Desarrolla su idea especificando los tres objetivos que tendría un ETE. *“La primera se refiere a asegurar que todos los depósitos están respaldados por efectivo real o por un derecho contingente ambos garantizados sobre reservas en el Banco Central. La segunda es asegurarse de que la provisión de aseguramiento de liquidez es obligatoria y se paga por adelantado. La tercera es diseñar un sistema que, en efecto, imponga un impuesto sobre el grado de alquimia en nuestro sistema financiero, los intermediarios financieros privados deberían soportar los costes sociales de la alquimia”*. p.316.

La conclusión de esta medida sería que *“para corregir los costes sociales que imponen sobre la sociedad en una crisis, debería obligarse a los bancos a suscribir un seguro obligatorio a través del ETE y a tener suficiente «capacidad de absorción de pérdidas», en el lado de los pasivos de sus balances, para reducir el aval implícito de los contribuyentes a los acreedores bancarios. Sólo la financiación mediante capital social garantiza esa capacidad”*. p.325

SANACIÓN Y ARROGANCIA: LA ECONOMÍA MUNDIAL HOY

El capítulo empieza explicando la intuición de Keynes sobre la incertidumbre radical que lo define como un problema de coordinación. *“En ausencia de mercados para muchos de los bienes y servicios que las empresas planean producir y los consumidores comprar en el futuro, no hay un mecanismo que garantice que los planes de consumo para el futuro se coordinarán entre todos los agentes económicos”*. p.344. Entonces, *“la idea clave de Keynes era que la incertidumbre radical significa que una economía capitalista necesita el dinero y el crédito y, que como resultado, es una criatura diferente a la economía del equilibrio general o la economía de la subasta”*. p.352.

Aquí entra el papel de los neoclásicos, quienes quieren ir más allá del concepto de incertidumbre radical para que la economía pudiera ser considerada como una ciencia de pleno derecho al mismo nivel que las otras ciencias. Como *“los economistas neoclásicos pensaban que el relato Keynesiano carecía de una base rigurosa, y procedieron a desarrollar teorías sobre la suposición de que la incertidumbre sobre el futuro podría representarse como una distribución de probabilidad conocida definida a lo largo de una lista exhaustiva de resultados conocidos”*. p.352. De esta forma, transformaron la incertidumbre radical que no se puede prever en expectativas racionales calculables. Pero, Mervyn King, toma cierta distancia con este concepto y para él *“a pesar de su importancia para analizar las políticas de intervención, el concepto de las expectativas racionales no tiene validez universal. En un mundo de incertidumbre radical, no hay manera de identificar las probabilidades de los sucesos futuros ni un conjunto de ecuaciones que describa el intento de la gente de afrontar, en lugar de optimizar, esa incertidumbre”*. p.354. Dicho esto, no trata tampoco de desacreditar toda la teoría neoclásica, sino de recordar los límites de esta ciencia social cuando se trata de predecir la acciones de los agentes económicos en el futuro incierto. *“No es que las personas o los mercados sean irracionales; lo único que pasa, es que no entendemos cómo las empresas y los hogares racionales afrontan la incertidumbre radical, y, por tanto, no podemos predecir los movimientos bruscos de la economía. Como consecuencia de esto, muchas de las estimaciones estadísticas de las relaciones económicas resultan ser inestables, y se rompen en periodo de crisis”*. p.354. *“Para resumir, ni las teorías keynesianas ni las neoclásicas ofrecen una explicación adecuada de los auge y las depresiones”*. p.357.

Si volvemos al papel de los bancos centrales durante la crisis, teniendo en mente lo que acabamos de decir sobre la ciencia económica, *“la crisis ha suscitado preguntas profundas sobre los cimientos de los modelos económicos usados por los bancos centrales de todo el mundo. Esos modelos ignoran la incertidumbre radical y suponen que todo el mundo tiene expectativas racionales”*. p.361. Mervyn King piensa que el papel de los bancos centrales tendría que ser mayor para orientar los agentes en sus decisiones. *“Una pregunta importante para los bancos centrales es si deberían intentar corregir errores en las creencias que propician una senda insostenible para la economía. En mi opinión, éste es el desafío más importante para la política monetaria y especialmente para el objetivo de inflación en el futuro. Para que un enfoque así sea viable, un banco central no sólo debe tener la confianza de identificar los errores por los que se han descarriado otros, sino también encontrar una forma de cambiar las percepciones incorrectas de las empresas y los hogares sin empeorar el estado de la economía”*. p.366.

Causas y consecuencias de la crisis de 2008

En este apartado del libro, Mervyn King hace un resumen bien estructurado de todas las etapas de la crisis. Quiero destacar ocho puntos que me parecieron claves para explicar la crisis de 2008 y los desafíos de hoy en día para que no vuelva a pasar:

1. *“La conquista de la inflación fue un logro importante. Fue posible gestionar el papel moneda en una democracia. Pero el fallo de la gran estabilidad fue que mucha gente confundió estabilidad con sostenibilidad”. p.370.*
2. *“Se animó mediante los tipos de interés a que los hogares y las empresas trajeran consumo inversión del futuro al presente”. p.371.*
3. *“El nivel de consumo continuaba a niveles insosteniblemente altos en Estados Unidos, el Reino Unido y otros países en Europa, y a niveles insosteniblemente bajos en Alemania y China. [...] Estos cambios no fueron irracionales, sino que fueron la consecuencia de la lucha de la gente por comportarse de forma racional en un mundo de incertidumbre radical, como parte integral de una economía de mercado”. p.373.*
4. *“Los tipos de cambio reales se distorsionaron, creando así déficit y superávit comerciales insostenibles, unido ello a un flujo de capital desde países donde las rentabilidades de las inversiones eran altas hacia países donde las rentabilidades en las inversiones serán bajas”. p.374.*
5. *“Cada banco central, al actuar por su cuenta, se enfrentaba a la odiosa elección entre subir los tipos de interés lo suficiente como para amortiguar el nivel de demanda doméstica, sabiendo que el resultado probable sería una recesión en casa, o continuar por una senda que se revelaría finalmente insostenible y provocaría una recesión incluso mayor”. p.384.*
6. *“En el largo plazo, estos precios clave (los tipos de interés reales, los tipos de cambio reales y el precio de los bienes comerciables frente a los no comerciables) deben ajustarse a un nuevo equilibrio sostenible. Si los gobiernos no permiten que eso pase, entonces, las deudas y los créditos que se han acumulado durante el periodo transitorio de desequilibrio tendrán que cancelarse finalmente. [...] Es probable que semejante proceso provoque conflicto entre naciones acreedoras y deudoras”. p.375.*
7. *“Los estímulos keynesianos de corto plazo impulsan el consumo, reducen el ahorro y animan a los hogares a endeudarse más. Pero, en el largo plazo, la política de Estados Unidos y Reino Unido necesita provocar un cambio desde el consumo interno hacia las exportaciones, reducir el déficit comercial, rebajar el apalancamiento en los balances de las familias y los bancos y aumentar las tasas de ahorro e inversión nacionales”. p.378.*
8. *“El fiarlo todo al estímulo tradicional monetario y fiscal keynesiano supone el riesgo de recrear el desequilibrio de la senda de gasto previo cuando lo que se necesita es un movimiento hacia un nuevo equilibrio”. p.385.*

LA AUDACIA DEL PESIMISMO: EL DILEMA DEL PRISIONERO Y LA PRÓXIMA CRISIS

En este último capítulo del libro, Mervyn King nos va a dar su opinión personal sobre los desafíos de hoy para la economía mundial, así como las medidas que se tendrían que tomar para salir de la situación actual. Empieza recordando los desafíos de la situación actual en cuanto a la economía occidental. *“Si los tipos de interés reales permanecen cercanos a cero, el desequilibrio en el gasto y el ahorro continuará, y el ajuste definitivo hacia un nuevo equilibrio será mucho más doloroso. Si los tipos de interés reales empiezan a volver hacia niveles más normales, los mercados reevaluarán su visión del futuro y los precios de los activos podrían caer bruscamente. Ninguna perspectiva sugiere un retorno gradual y suave hacia una senda estable para la economía”*. p.389. En general, para la economía mundial: *“Las dos principales amenazas para la economía mundial hoy son el continuo desequilibrio entre gasto y ahorro, tanto dentro de las principales economías como entre ellas, y el regreso a un mundo multipolar que se asemeja a la inestable situación previa a la Primera Guerra Mundial”*. p.407.

Para volver sobre una senda de crecimiento, resolviendo los desequilibrios entre países que actúan en sus intereses propios, al enfrentar un **dilema del prisionero**, Mervyn King propone medidas concretas. *“El objetivo debe ser cuádruple, empezando con revigorizar el FMI y reforzar su legitimidad mediante reformas en su sistema de votación, incluyendo el fin a los votos por parte de un solo país. Introducir un sistema permanente de acuerdos entre los bancos centrales bajo el cual puedan a rápidamente prestarse unos a otros en cualquier moneda que necesiten para cubrir déficit de liquidez de corto plazo. Aceptar tipos de cambio flotantes. Y por fin acordar un calendario de reequilibrio de las principales economías, y un regreso a tipos de interés reales normales, con el FMI actuando como guardián del proceso”*. p.407.

El autor sigue con todo un programa de reformas que tendrían que implementarse para fomentar un crecimiento sostenible. El programa se desarrolla alrededor de tres elementos claves. *“El primero es el desarrollo y la gradual implementación de medidas para impulsar la **productividad**[...]. En el **mercado de productos**, reducir monopolios y aumentar la competencia. En el **sistema fiscal**, reducir distorsiones entre ahorro y gasto, eliminar deducciones complejas y reducir los tipos impositivos marginales. En el **sector público**, reducir el coste de proporcionar servicios públicos. En el **campo de la regulación**, reducir la carga impuesta sobre el sector privado, y, más generalmente, mejorar la infraestructura pública para apoyar el resto de la economía”*. p.415. *“El segundo es el **fomento del comercio**. [...] no sólo para beneficiarse del aumento del comercio y sus efectos sobre la productividad, sino también para demostrar a los mercados emergentes que no pueden bloquear todo el progreso en esta área”*. p.415. *“Y el tercero, es la restauración de los tipos de cambio flotantes”*. p.416. Mervyn King concluye diciendo que *“el principio tras ese programa es aumentar las expectativas de rentas futuras, no recreando las falsas creencias que se mantenían antes de la crisis, sino aumentando la productividad”*. p.416.

En cuanto a las deudas insostenibles que enfrentan la mayor parte de los países europeos, Mervyn King propone una solución. *“Una forma de facilitar los problemas de financiación de los países de la periferia sería posponer la devolución de la deuda externa a otros países miembros de la zona euro hasta que el país deudor haya conseguido un superávit exportador, creando un incentivo para que acreedores y deudores trabajen conjuntamente a fin de reducir los desequilibrios comerciales”*. p.396. Eso sería más cómodo si la unión europea funcionase como un estado federal pero no es el caso. *“La condonación de la deuda es más natural dentro de una unión política. Pero, con historias políticas y tradiciones diferentes, un progreso hacia la unión política es improbable que se consiga rápidamente a través del apoyo popular. La unión monetaria ha creado un conflicto entre una élite centralizada por un lado y las fuerzas de la democracia a nivel nacional por el otro; lo cual es extraordinariamente peligroso”*. p.397.

A pesar de todas esas críticas sobre nuestro modelo económico, quería acabar este resumen con esta situación: *“El capitalismo dista de ser perfecto (no es una respuesta a problemas que requieran soluciones colectivas y tampoco propicia una distribución igualitaria de la renta o la riqueza). Pero es la mejor forma de crear riqueza. Provee los incentivos para la innovación que impulsa el crecimiento de la productividad. Solo cuando la gente sea libre de perseguir, desarrollar y comercializar nuevas ideas, esas ideas se traducirán en un aumento de la producción”*. p.420.

CRITICA

Realizar la crítica de este libro no es nada fácil. Primero porque está escrito por nada menos que Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra entre 2003 y 2013, es decir durante el periodo que coincide perfectamente con el estallido de la crisis. Segundo, porque soy un estudiante en cuarto de economía, y no creo tener todos los recursos para criticarlo. Dicho esto, y a pesar de ello, primero destacaremos unos puntos del libro que no me parecieron muy claros o en acorde con las informaciones que podía tener previamente de los temas abordados. Para que mis críticas sean las más objetivas posibles, pondré las referencias de lo que quiero cuestionar. Por fin, intentaré hacer una conclusión de lo que me pareció este libro en su globalidad.

- El primer punto que quiero destacar es la voluntad del autor de convencernos de que las estadísticas, probabilidades y las matemáticas en general, no pueden preverlo todo: *“la lección es que ninguna cantidad de análisis estadísticos sofisticado puede compararse a la experiencia histórica de que «las cosas pasan»”, p.152*, y apoya su argumento recordando la historia del Hedge fund Long-Term Capital Management (LTCM) que quebró en 1998 a pesar de premios nobeles al mando. Creo que vale la pena volver a especificar el papel que tienen las estadísticas en la economía. Las estadísticas y la econometría nunca pretendieron poder prever al cien por cien un futuro incierto sino a ayudar a entender relaciones entre distintas variables con un margen de error. Todo ello para decir que, en mi opinión, la culpa no la tienen las estadísticas o la econometría, sino el ser humano al considerar las previsiones como verdad absoluta sin observar el coeficiente de error de las estimaciones. Para acabar con el tema de las estadísticas creo que lo verdaderamente preocupante es, más bien, que profesionales que tiene que tomar decisiones importantes no entienden de probabilidades. *“El catedrático Gerd Gigerenzer, psicólogo y director del Instituto Max Planck para el desarrollo humano, en Berlín, que estudia los procesos mentales que de verdad subyacen a las decisiones en la práctica, ha demostrado, en una serie de investigaciones, lo pobremente que doctores, abogados y otros profesionales entienden las probabilidades”. p.154.*
- *“El BCE adopta la política más adecuada para ayudar al país con mayores probabilidades de, o bien salir del euro en el futuro cercano o bien sufrir políticamente por continuar siendo miembro. [...] Como resultado de esto el BCE ha tenido que elegir entre permitir que el euro fracase y convertirse en una institución politizada. Naturalmente, escogió lo último”. p.273.* Hasta donde yo sé, el BCE tiene un único objetivo último, la estabilidad de los precios, y es independiente de cualquier nación en cuanto a la política monetaria para conseguirlo. Entonces, existe una sola política monetaria para 19 países y eso significa la imposibilidad de satisfacer a todos los miembros de la zona euro. Por la diversidad de las economías, una política monetaria única no puede ser la política perfecta para un país en concreto. Pero eso no quiere decir que sea una mala política monetaria para el conjunto de la zona euro o que el BCE se convirtió en una institución más politizada que antes. Su papel de mantener el euro estable nunca cambio.
- Mervyn King critica a las élites de Europa, los responsables del fomento de partidos extremistas. *“En Europa, en Estados Unidos y en organizaciones internacionales como el FMI, las élites, al buscar la paz, al forzar los rescates y avanzar hacia una unión de transferencias como la solución a las crisis, simplemente han plantado las semillas de la división en Europa y creado el apoyo para partidos políticos y candidatos que anteriormente se percibían como extremistas”. p.398.* Pero, lo que me sorprendió, es que en la página siguiente sostiene las mismas ideas que esos partidos extremistas apoyando una disolución de la Unión Europea. *“Si la alternativa es la aplastante austeridad, la persistencia del desempleo masivo y ningún final a la vista para la carga de la deuda, entonces abandonar la eurozona puede que sea la única forma de trazar un camino de vuelta hacia el crecimiento económico y el pleno empleo”. p.399.*

A la vista de esta cita, le reprocho contradecirse con el objetivo del libro que era, según mi entendimiento a lo largo de la lectura, demostrar que la crisis y la alquimia bancaria eran algo global y que no se podía quedar en las superficies de los problemas sino que había que ir a las causas subyacentes. Dudo mucho que la causa subyacente del desempleo, de la carga de la deuda y de la austeridad fuera la culpa de la Eurozona.

- Por fin, acabaré con una afirmación que muestra que hay que tener cuidado con los conceptos económicos y sus cálculos. *“E incluso en algunos de los países de la periferia, como España, se han producido aumentos en la productividad media medida”*. p.409. Hay que tener cuidado porque un aumento de la productividad puede ser provocado por razones que no son tan positivas. En el caso de España, tras la crisis, el desempleo alcanzó niveles altísimos provocando una caída del número de activos. Si el número de activos cae y la producción permanece constante ceteris paribus, observaremos un aumento en la productividad española.

Valoración general del libro

El libro me pareció muy interesante para entender los conceptos claves de nuestro sistema financiero y bancario. La importancia que el autor concede a la historia de los hechos económicos pasados me interesó porque me ayudó a entender que las crisis se parecen en cosas y al mismo tiempo cada una es especial. Me gustó su explicación simplificada de los mercados financieros con la parábola de los mercados financieros en una isla desierta para entender cómo hemos llegado hasta donde estamos.

Al principio del libro Mervyn King avisa que su libro *“está escrito en lenguaje sencillo [...], está dirigido a lectores que no necesariamente tengan formación académica en ciencias económicas”*. p.27. No sé si es porque soy francés, pero el libro no me pareció muy sencillo de entender y de leer en general. En mi opinión, la culpa la tiene el estilo de escritura del libro. Las frases interminables se convierten en párrafos y eso dificulta el entendimiento general. Un ejemplo sería la siguiente frase: *“En medio de la confusión posterior a la crisis sobre si los bancos centrales deberían concentrarse únicamente en la estabilidad de precios, o si deberían asumir la responsabilidad de conducir la economía hacia un nuevo equilibrio, o actuar sobre las «burbujas» potenciales en el precio de los activos, debería perdonarse que uno pensara que los banqueros centrales deberían seguir el ejemplo de la Iglesia de Inglaterra de hacer una confesión general: no hemos fijado como objetivo las cosas que deberíamos haber fijado como objetivo, y hemos fijado como objetivo las cosas que no deberíamos haber fijado como objetivo, y no hay salud en la economía”*. p.211.

Por fin, no ayuda tampoco al entendimiento general del libro, la sobreabundancia de detalles, que son a veces inútiles en mi opinión. *“Keynes no perdió tiempo. El domingo viajó desde Cambridge en el Sidecar de la motocicleta de su cuñado y se fue directo para el Tesoro”*. p.234. O, *“a pesar de unas caídas en el precio de las acciones de alrededor del 10 por ciento a comienzos de la semana, una reunión de banqueros en la noche del jueves 30 de julio no había encontrado motivos para cerrar la bolsa de Nueva York”*. p.233.