

Peter Dietsch, François Claveau y Clément Fontan; *LES BANQUES CENTRALES SERVENT-ELLES NOS INTÉRÊTS?* Paris, Raison d'Agir, 2019 (136 páginas), ISBN: 9791097084028.



Eguzki Urteaga

Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea

ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-8789-7580>

eguzki.urteaga@ehu.eus

Peter Dietsch, François Claveau y Clément Fontan acaban de publicar el libro *Les banques centrales servent-elles nos intérêts?* en la editorial *Raisons d'Agir* fundada por Pierre Bourdieu. Conviene recordar que Dietsch, profesor titular en el departamento de Filosofía de la Universidad de Montreal e investigador en el CERIU, se ha especializado en las áreas de ética económica y social, filosofía de la economía, filosofía política, teoría de la justicia y justicia fiscal. François Claveau, de su parte, es profesor adjunto en la Universidad de Montreal y titular de la cátedra de Investigación de Canadá en epistemología práctica. Centra sus investigaciones en la filosofía de la economía, la epistemología social y formal, la filosofía de la causalidad y la bibliometría. Por último, Clément Fontana es profesor de políticas económicas europeas en la Universidad de Lovaina así como en la Universidad Saint-Louis Bruxelles y co-dirige la revista *Politique Européenne*. Sus ámbitos de especialización son la economía política, los estudios europeos, la ética financiera, los bancos centrales y las crisis financieras. Ambos son autores de numerosos artículos científicos en revistas de reconocido prestigio internacional.

En la introducción de la presente obra, los autores subrayan que, en teoría, los bancos centrales tienen como objetivo principal servir el interés general (p.7). Pero, "a la luz de los acontecimientos [que se han producido] desde la crisis financiera de 2007", ese objetivo parece haber cambiado (p.7). En efecto, "desde hace diez años, los bancos centrales se aventuran en un terreno desconocido, [utilizando] unos instrumentos monetarios, tales como [el *quantitative easing*]" (p.7). Asumiendo responsabilidades crecientes para estabilizar unos sistemas volátiles y arriesgados, se han convertido en actores ineludibles (pp.7-8). En semejante contexto, este libro desea contestar a las siguientes preguntas: "¿Lo que hacen los bancos centrales y lo que les piden que hagan, sirve el interés general? ¿Más particularmente, tienen suficientemente en cuenta [los] efectos colaterales de sus medidas no convencionales? ¿Hacen lo necesario para evitar una nueva crisis financiera? ¿Debe confiarse en los bancos centrales cuando intervienen como expertos en los debates públicos?" (p.8).

Situados en la interfaz de los gobiernos y de los mercados financieros, "los bancos centrales forman parte de los engranajes de un mecanismo institucional complejo, construido a lo largo de los años, para regular la economía y promover el interés público" (p.8). Las funciones que se les atribuyen y "sus interacciones con otros [mecanismos], han cambiado considerablemente con el tiempo" (p.8). Durante un largo periodo, ha prevalecido la idea que los bancos centrales debían atenerse "a unos objetivos de regulación restringida, (...) limitada a la estabilidad de los precios" (p.8). Los autores consideran, sin embargo, que el rol de los bancos centrales no debería reducirse a ese aspecto (p.8).

Desde 2007, "la importancia creciente de las políticas monetarias en la panoplia de los instrumentos macroeconómicos [confiere un peso superior] a ese argumento" (p.8). Sobre tres puntos esenciales, nos dicen Dietsch, Claveau y Fontan, los bancos centrales no sirven, hoy en día, el interés público en su zona monetaria (pp.8-9).

- En primer lugar, "los efectos desiguitarios de la política monetaria en vigor desde la crisis de 2007 son preocupantes y (...) los argumentos invocados para ignorarlos en la formulación de esta política son criticables" (p.9).
- En segundo lugar, "la configuración institucional actual de los bancos centrales favorece los intereses del sector financiero en detrimento del interés público" (p.9).
- En tercer lugar, "existe un conflicto de interés en el seno de los bancos centrales entre dos tipos de expertise que producen, lo que mina la confianza hacia la información que nos transmiten" (p.9).

Sobre la base de estas preocupaciones, sugieren "un conjunto de políticas alternativas que podrían llevar los bancos centrales a servir mejor el interés público" (p.9).

En el primer capítulo, centrado en los elementos fundamentales de los bancos centrales, los economistas precisan que "un banco central se caracteriza por el monopolio que ejerce sobre la emisión de la moneda que tiene un curso legal" (p.13). Si no es la única institución que crea dinero, la creación monetaria por un banco central tiene un estatus particular: "constituye la última forma de pago entre los agentes económicos" (p.13). Este monopolio sitúa al banco central en "una posición favorable [para] la consecución de dos objetivos macroeconómicos: la estabilidad financiera y la estabilidad de los precios" (p.13). En primer lugar, "el banco central puede intervenir durante los episodios de turbulencia financiera actuando como prestamista en última instancia gracias a su capacidad para crear liquidez sin [restricciones]" (p.13). En segundo lugar, "puede contribuir a mantener la estabilidad de los precios manipulando el precio del crédito" (p.13).

Este libro se centra fundamentalmente en tres bancos centrales: el Banco central europeo (BCE), la Reserva federal norteamericana (la Fed) y el Banco de Inglaterra (p.13). "Los cambios que han afectado a los bancos centrales no conciernen solamente la extensión de su mandato, sino también su grado de coordinación con otros actores estatales, particularmente los representantes elegidos" (p.14).

Como lo indican los autores, "el modelo del banco central independiente (BCI) exige unos mecanismos de protección para garantizar que los bancos centrales no [reciban] presiones políticas [a la hora de elaborar] su política monetaria" (p.14). La preocupación general, en este ámbito, es que, "sin un alto grado de independencia, los banqueros centrales carecerían de credibilidad ante los operarios de mercado cuando afirman su compromiso en la lucha contra la inflación" (pp.14-15). Incluso cuando las leyes prohíben a las autoridades elegidas dictaminar sus conductas a los banqueros centrales, "se puede temer que los [responsables] políticos ejerzan unas presiones indirectas amenazando los banqueros centrales de reducir su presupuesto" (p.15). Además, el modelo de la BCI atribuye "un mandato restringido de cara a su historia, ya que su tarea principal consiste en la estabilidad de los precios" (p.15). El modelo de la BCI se distingue por el hecho de que "los bancos centrales no deben preocuparse por la contribución de su política al alcance de objetivos macroeconómicos, más allá de la estabilidad de los precios" (p.16). Por lo cual, este

modelo no preconiza "la coordinación entre la política monetaria y los demás instrumentos de [la política económica]" (p.16).

Desde inicios de los años 1990, "los bancos centrales intentan regular el incremento del nivel general de los precios, siendo [la] tasa de inflación del 2% un [objetivo] habitual" (p.16). Para alcanzar ese objetivo, cada banco central utiliza una tasa objetivo (p.16). "Los instrumentos generalmente utilizados por los bancos centrales para influir la tasa objetivo son las operaciones *open market*. Estas operaciones [parten del principio] que los bancos comerciales necesitan liquidez para realizar sus transacciones diarias. Los bancos comerciales pueden obtener liquidez del banco central (...), pero pueden también hacer negocios entre sí" (p.17). De hecho, en la mayoría de los casos, "refinancian sus deudas en el mercado interbancario" (p.17). Para influir en las tasas de interés practicadas en el mercado, "el banco central debe jugar sobre las condiciones de acceso a la liquidez de los bancos comerciales" (p.17). El banco central proporciona liquidez a cambio de "ciertos activos que sirven de garantía" (p.17). Las operaciones de *open market* son "el único medio por el cual los bancos centrales influyen las variables económicas (...), porque el mero hecho de anunciar sus planes [surte] efecto" (p.17).

Desde la crisis financiera de 2007, "las intervenciones de los bancos centrales en las economías amenazadas han desbordado el modelo del BCI: los bancos centrales juegan, en efecto, (...) un rol más importante en el sistema financiero y (...) en el sistema político" (p.18). Sin embargo, "el grado de coordinación entre los bancos centrales y las demás instituciones estatales sigue siendo débil" (p.18). El origen de este cambio se encuentra en la crisis mencionada (p.19).

"Durante el verano, el mercado prestamista interbancario se fijó: al no poder evaluar la fiabilidad de sus homólogos a causa de las cantidades astronómicas de productos financieros arriesgados inscritos en sus balances, los bancos comerciales dejaron de prestarse dinero [mutuamente]. Un año más tarde, algunos meses antes de la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de la American International Group (AIG) por el gobierno de Estados Unidos, la Fed había llevado su política monetaria [al nivel más bajo] y era incapaz de bajar más aún sus tasas de interés" (p.19).

Los bancos centrales aprobaron entonces unas medidas no convencionales a fin, inicialmente, "de restaurar la confianza en el mercado interbancario y de prevenir un derrumbe financiero, así como a fin de reactivar [posteriormente] la economía" (p.19).

Más precisamente, "modificaron y ampliaron las operaciones de *open market* utilizando dos tipos de intervenciones sistémicas. En primer lugar, la dimensión, la duración y el abanico de garantías vinculadas a estas operaciones fueron aumentados. (...) En segundo lugar, los bancos centrales lanzaron los programas de [*quantitative easing*], es decir la compra (...) de grandes cantidades de activos en los mercados secundarios" (p.19). Por lo tanto, "las políticas de los bancos centrales han [adquirido] una importancia creciente tras la crisis, como lo muestra el incremento del valor total de los activos detenidos por tres grandes bancos centrales" (p.19). Como consecuencia de ello, "en lugar de limitarse a fijar las tasas de interés a corto plazo, los banqueros centrales han [reforzado] su rol de intermediario en la economía y (...) se han aventurado, cada vez más, en la esfera política" (p.20). No en vano, estas intervenciones sistémicas solo son nuevas hasta cierto punto, ya que, por una parte, el Banco de Japón, la Fed y el Banco de Inglaterra ya han utilizado estos dispositivos; y, por otra parte, "las nuevas intervenciones pasan por viejos canales" (pp.20-21).

Además de los cambios que se han producido en la política monetaria, "los bancos centrales han obtenido igualmente unos poderes de vigilancia financiera que no habían ejercido desde el final de los años 1990. Más precisamente, tanto la BCE como el Banco de Inglaterra se han visto confiar nuevas responsabilidades en la vigilancia micro y macro-prudencial" (p.21). En el caso europeo, "la expansión de su influencia ha

sido particularmente radical: la BCE ejerce una presión directa sobre las reformas en la zona económica del euro, imponiendo unas condiciones a sus intervenciones financieras y participando en la *troika*, que consta igualmente de la Comisión europea y del Fondo monetario internacional" (p.21). En ese sentido, "la actividad de los bancos centrales ha entrado en una nueva era donde las certidumbres asociadas al modelo del BCI [se han desvanecido]. Entre estas certidumbres, podemos mencionar la creencia según la cual el mantenimiento y la estabilidad de los precios a través de la fijación de las tasas de interés es solo un ejercicio apolítico y técnico que es suficiente para garantizar la estabilidad financiera" (pp.21-22). Esta duda cuestiona fuertemente la idea en virtud de la cual es preferible que "la formulación de la política monetaria sea dejada a unos tecnócratas altamente cualificados y aislados de las instituciones democráticas" (p.22).

En el segundo capítulo, que se interesa por la acción de los bancos centrales y las desigualdades, los autores subrayan que "la política monetaria tiene (...) efectos secundarios. Los bancos centrales no pueden [aspirar a alcanzar] la estabilidad de los precios, la estabilidad financiera o la creación de empleo [aisladamente], sin que otros objetivos se vean afectados. La política monetaria tiene, [entre otros aspectos], un efecto importante sobre la distribución de la renta y de la riqueza. Este efecto ha sido amplificado por las políticas no convencionales [llevadas a cabo] desde la crisis financiera" (p.25). Los bancos centrales consideran que los efectos secundarios no son de su responsabilidad (p.25).

Los partidarios de un mandato restringido de los bancos centrales avanzan otros argumentos. Por una parte, subrayan que "la sensibilidad a las desigualdades hace menos eficaz la política monetaria" (p.26). Por otra parte, "sería inapropiado pedir a unas instituciones independientes cuyos responsables no están elegidos democráticamente, como son los bancos centrales, hacer unas elecciones distributivas que [sean] profundamente políticas" (p.26). No en vano, existen otras posibilidades de configuración internacional (p.26). Por ejemplo, un banco central podría seguir un mandato ampliado que incluiría la sensibilidad a las desigualdades y que "estaría sometida, como contrapartida, a un control político más afirmado" (p.26). Según los autores, es preciso mantener "una posición más integrativa con arreglo a los diferentes objetivos de la política monetaria, que sean tradicionales o [de carácter] más redistributivo" (p.27).

Para Dietsch, Claveau y Fontan, "los objetivos de las políticas macroeconómicas deben [basarse] en una justificación de su importancia. Sin ella, no es posible comparar los objetivos y determinar qué peso conceder a cada uno" (p.27). La búsqueda de la estabilización de la inflación tiene dos objetivos.

"En primer lugar, la inflación representa una tasa sobre los activos nominales, [es decir] los activos que no están indexados sobre la inflación (...). En segundo lugar, las fluctuaciones de la tasa de inflación, cuya tendencia histórica es de amplificarse con el aumento de las tasas mismas, crean la incertidumbre que mina, a su vez, la inversión" (pp.27-28).

El carácter deseable de una inflación débil "está siempre justificado por unas consideraciones de naturaleza instrumental: una inflación débil y estable es [positiva], porque cualquier otro escenario erosionaría otros valores u objetivos sociales" (p.28).

Asimismo, es preciso limitar las desigualdades socioeconómicas, "no solamente [porque] un exceso de desigualdades perjudica la persecución de otros objetivos macroeconómicos, sino también porque (...) la [contención] de las desigualdades es, en sí, un objetivo loable" (p.28). No obstante, "la preocupación de los banqueros centrales por las desigualdades se limita habitualmente a unas consideraciones instrumentales. Aceptarán la necesidad de contenerlas si creen que perjudican unos objetivos de política monetaria como el pleno empleo o la estabilidad financiera" (p.28). En este sentido, "la mayoría de los banqueros centrales no conceden un valor intrínseco a la [contención] de las desigualdades" (p.28). Además, esa contención "no implica esforzarse en alcanzar la igualdad. La tarea de las teorías de la justicia [consiste] más bien en formular el criterio que permite determinar las formas y la amplitud de las desigualdades que están

justificadas" (p.29). Así, John Rawls considera que "las desigualdades están justificadas, en la medida en que mejoran la posición de los miembros más desfavorecidos de la sociedad" (p.29).

Pero, "la mayoría de las teorías contemporáneas de la justicia [estiman] que el nivel actual de las desigualdades es excesivo. (...) Además, tanto la investigación económica, tal como aquella llevada a cabo por Thomas Piketty, como las plataformas de la mayoría de los partidos políticos, [sobre todo de izquierdas], comparten esta visión (...) según la cual las desigualdades se habrían convertido en excesivas. En este contexto, (...) una política monetaria que exacerba estas desigualdades es problemática" (p.29).

Dado que las tasas de interés han alcanzado unos mínimos después de la crisis, "los bancos centrales se han girado hacia unas políticas monetarias no convencionales. En el corazón de estas políticas se encuentra el [*quantitative easing*]. Pero, resulta que estas compras masivas de activos financieros afectan la distribución de varias maneras, lo que significa que ya no es posible ignorar los efectos distributivos de las políticas monetarias" (p.30).

En primer lugar, es preciso considerar "el efecto [del *quantitative easing*] sobre las desigualdades de renta y de riqueza [a través] de la inyección de liquidez en la economía. [Con] esta medida, los bancos centrales esperan influir en la inflación y el gasto a través de varios canales", sabiendo que la mayoría tienen un efecto sobre las desigualdades (p.31). Uno de los canales es el efecto de reequilibrio de las carteras (p.31).

"Los bancos centrales financian los activos que adquieren [vía el *quantitative easing*] creando unas reservas para los bancos comerciales. En lugar de los activos que han vendido, los inversores institucionales disponen de liquidez" (p.31).

Una demanda creciente para una amplia categoría de activos aumentará los precios y, por consiguiente, podrá, a la vez, "estimular el gasto a través de un efecto de riqueza y estimular la inversión a través de la reducción de los costes de préstamo para las empresas" (p.31). Para que así sea, conviene determinar si la liquidez adicional sirve para la inversión productiva o para la inversión en los activos financieros existentes (p.31).

En realidad, "cuando la confianza del mundo de los negocios es débil, la inyección inicial de liquidez por [el *quantitative easing*], así como los efectos de riqueza que resultan de él, corren el riesgo de [provocar] unas inversiones en los activos financieros existentes en lugar de hacerlo en el aparato productivo" (p.32). Esta previsión es confirmada por "la mayoría de los estudios empíricos sobre el efecto distributivo [del *quantitative easing*]" (p.32). En cambio, el *quantitative easing* ha conducido a un fuerte auge de los mercados de activos, tales como las bolsas y el sector inmobiliario (p.32). Este auge "ha exacerbado las desigualdades [beneficiando] a los detentores de estos activos, generalmente unos [sectores] privilegiados de la sociedad" (p.32). Los bancos centrales estiman que el *quantitative easing* "ha sido necesario para evitar el derrumbe financiero" (p.33).

Si es cierto que el *quantitative easing* es preferible a la inacción, existen otras opciones (p.33). Una de ellas consiste en el *helicopter drop*, es decir "un depósito bancario directo en la cuenta de los hogares. Esta operación [exige] mucho menos liquidez que [el *quantitative easing*] para producir el mismo estímulo" (p.33). El segundo camino a través del cual los programas de compra de títulos influyen en la distribución, concierne el tipo de activos comprados (p.34). "El programa de compra de títulos del sector empresarial de la BCE representa uno de sus ejemplos más recientes" (p.34). En teoría, la compra de obligaciones de una empresa hace bajar los costes del préstamo y, por ende, estimula la inversión (p.34). En la práctica, estos programas tienden a favorecer las empresas activas en el mercado de las obligaciones y "tienden a excluir, por ejemplo, las pequeñas y medianas empresas. Los programas de compra de títulos de empresas son, por lo tanto, el equivalente de una política industrial, [ya que tienen] efectos redistributivos" (p.35).

Dado que "la persecución de objetivos de política monetaria estrictamente definidos produce daños colaterales en materia de distribución, es razonable hacer un llamamiento a una mejor integración de los diferentes

objetivos macroeconómicos" (pp.35-36). La integración de estos objetivos "implica necesariamente unos arbitrajes" (p.36). Semejante integración no implica que todas las decisiones macroeconómicas estén tomadas por un solo organismo gubernamental, dado que conviene mantener una división del trabajo institucional (p.36). Existen dos vías. La primera supone "el mantenimiento oficial del mandato restringido de los bancos centrales y la puesta en marcha de canales de comunicación y de coordinación entre ellos y otros organismos públicos, en particular las autoridades fiscales, a fin de evitar que las políticas de uno vengán socavar la misión de otro" (p.36). La segunda supone "pedir a los bancos centrales [que prosigan] ellos mismos un conjunto más amplio de objetivos que respondan, por ejemplo, a unas preocupaciones redistributivas" (p.37).

Los argumentos a favor de la independencia, en lo que se refiere a la estabilidad de los precios, debe tener, como contrapunto, "los argumentos en desfavor de la independencia por unas razones más generales de imputabilidad democrática" (p.39). A su vez, el argumento de los autores "a favor de una política monetaria sensible a las consideraciones redistributivas se articula a los fundamentos del modelo del banco central independiente. En primer lugar, es útil distinguir el argumento de la elección pública (...) y el de la incoherencia temporal (...). En segundo lugar, el argumento de la elección pública [no es del todo concluyente]. En tercer lugar, la formulación inicial del debate sobre la incoherencia temporal [es errónea]. En cuarto lugar, el argumento más consensual a propósito del mandato de los bancos centrales (...) reconoce la necesidad de una cierta integración de los objetivos macroeconómicos" (pp.44-45).

En el cuarto capítulo, dedicado a los bancos centrales y la finanza, los autores constatan que "la evolución de los mercados financieros mundiales desde hace algunas décadas ha tenido un impacto paradójico sobre los bancos centrales. Por una parte, como las élites políticas [confían] en los bancos centrales para gestionar las presiones vinculadas a la globalización financiera, estos últimos [se benefician de ello]. Por otra parte, unos sistemas financieros más importantes, [interconectados] y fuertemente endeudados son unas amenazas para los banqueros centrales, porque la probabilidad de crisis financiera sistémica es más elevada" (p.49).

En efecto, "desde mediados de los años 1980, el proceso de financiarización ha [provocado] las modificaciones más decisivas del sector bancario" y del conjunto de la economía, sabiendo que "la financiarización se define como el crecimiento del sector financiero en relación con el sector no financiero y como la dependencia creciente de este hacia la lógica financiera" (pp.49-50). Los banqueros centrales, "haciendo la promoción de [las] innovaciones financieras, tales como los productos derivados y la titulización, fueron entre los partidarios más fervientes de la financiarización del sector bancario" (p.50). A pesar de la crisis financiera de 2007, "en lugar de un cambio de paradigma en el mundo financiero, hemos asistido al mantenimiento de actividades financieras problemáticas [efectuadas] por unas instituciones poderosas" (p.51). Desde la crisis, la acción de los bancos centrales "ha contribuido a esta situación, en la medida en que sus políticas monetarias no convencionales aspiraban, ante todo, a [solucionar] unos problemas a corto plazo, en lugar de atacarse a unas preocupaciones a medio y largo plazo, como el control de las actividades indebidamente arriesgadas" (p.51).

A partir de mediados de los años 1980, se ha producido una financiarización del modelo económico de los bancos comerciales (p.51). "La mutación del modelo económico bancario es un elemento central del proceso de financiarización que ha sido nutrido por la innovación y la desreglamentación financieras" (pp.51-52). Esta mutación aumenta los imperativos "de los mercados financieros sobre las actividades bancarias y refuerza la dinámica pro-cíclica de estas: los bancos aumentan los créditos en periodo de euforia financiera y los contraen en periodo de crisis" (p.52). Dos aspectos de esta actividad son importantes. Por una parte, "del lado activo de su balance, los bancos conceden préstamos, con la intención de venderlos a otros inversores en lugar de guardarlos hasta finales de plazo" (p.52). Por otra parte, "del lado pasivo de su

balance, los bancos se financian a corto plazo en los *mercados de reposo*, donde ponen en [garantía] sus activos en otras instituciones financieras contra unos préstamos a corto plazo" (p.52).

A partir de entonces, el cambio de modelo económico de los bancos comerciales los vincula estrechamente a las dinámicas financieras (p.53). "Desde el punto de vista histórico, la desregulación y la expansión de las actividades financieras que resulta de ella, tienden a producir inestabilidad en lugar de estabilidad financiera" (p.53). El mundo financiero es cíclico, de modo que "alterna entre fases de euforia [basadas] en unas expectativas no razonables y unas fases de pánico causadas por el derrumbe de sus expectativas. La expansión del crédito, (...) el crecimiento del balance de los bancos y de burbujas especulativas son unas características de [las] fases eufóricas" (p.53). A pesar de los desequilibrios financieros, los bancos centrales "han creído que las numerosas innovaciones financieras de los años 1990 habían efectivamente [refrenado] el riesgo financiero sistémico" (p.53).

Más precisamente, "los reguladores y los banqueros centrales han promovido la titulización y los mercados de derivados, porque estas innovaciones [debían convertir los mercados en] más resilientes" (p.54). No en vano, "el incremento de la titulización y de las transacciones en los mercados de derivados acaba por jugar un rol central en la crisis de los *subprimes*" (p.54). La titulización designa "el procedimiento por el cual unos préstamos individuales u otros activos financieros son agrupados en un solo producto financiero para, luego, ser vendidos a unos inversores. Combinando unos préstamos relativamente seguros con otros relativamente arriesgados, la titulización debía reducir el riesgo asociado a la propiedad de títulos crediticios" (p.54).

De su parte, se desarrollan "los productos financieros derivados [que] son unas apuestas hechas entre dos operarios del mercado sobre el movimiento del precio de los activos. Fueron creados para reducir al mínimo los riesgos vinculados a las fluctuaciones del precio de los activos" (p.55). Su desarrollo fue tan exponencial, hasta alcanzar alrededor de diez veces el valor del PIB mundial, que estuvieron cada vez más desconectados de la actividad económica real (p.55). A medida que estas innovaciones aumentaban el volumen de las actividades de mercado y los convertían supuestamente en más estables y eficientes, "la mayoría de los bancos centrales, a diversos grados, consideraron la regulación financiera como superflua" (pp.55-56). Porque los banqueros centrales creían en "la capacidad de auto-regulación de los mercados, han afirmado igualmente que la política monetaria no debía avanzar a contracorriente de las tendencias del mercado contrarrestando la formación de burbujas especulativas" (p.56).

Si la estrategia de financiarización de la economía fue aplaudida por los liberales antes de la crisis de 2007, la expansión del crédito y de la finanza escapó progresivamente al control de los banqueros centrales (p.57).

"Desde los años 1980, la Fed se ha esforzado en contener la inflación, [al tiempo que] intenta esquivar la responsabilidad de los costes sociales asociados a sus políticas anti-inflacionistas" (p.57).

Ante las críticas recibidas, "la Fed realiza que, combinando una profundización del mercado [emisor de bonos] con una mayor transparencia de su política monetaria, podía eventualmente pilotar la economía de manera menos directa" (p.57). Con la financiarización de la economía de Estados Unidos, "los mercados de los activos se han convertido en un elemento importante de la confianza de los inversores, así como de las perspectivas económicas" (p.58).

En cuanto al BCE, "contó igualmente sobre el crecimiento de los mercados financieros durante las dos primeras décadas de su existencia, pero por razones diferentes. Los decisores de la BCE temían que la heterogeneidad financiera y económica de la zona euro fragilizara su política monetaria" (p.59). Tanto el BCE como la Comisión europea promovieron "un *mercado de reposo* europeo unificado como solución a la fragmentación financiera y económica de la zona euro" (p.59). Se esperaba que, en semejante mercado

unificado, "la demanda por las obligaciones soberanas aumentaría, que las tasas de los préstamos interbancarios convergerían en toda la zona euro y que los ciclos económicos nacionales se convertirían en cada vez más sincronizadas" (pp.59-60).

Esta política tuvo un efecto secundario imprevisto. "Dado que el tamaño del *mercado de reposo* había triplicado en la zona euro, de 2001 a 2008, el balance de los bancos comerciales de la zona euro se duplicó (...) de 1999 a 2007, para alcanzar, de media, el 350% del PIB de los Estados miembros. Estos bancos se habían convertido en demasiado grandes para quebrar" (p.60). La estrategia de la BCE no le permitió alcanzar su segundo objetivo, ya que "la integración financiera de la zona euro no ha hecho converger las economías nacionales" (pp.60-61). En definitiva, "la Fed y la BCE creían que la financiarización serviría tanto a completar la integración de los mercados como a mejorar la capacidad de los bancos centrales a pilotar la economía" (p.61). Estos intentos para gestionar a distancia la economía, "por mediación de los mercados financieros, produjeron unos efectos imprevistos y acabaron debilitando el control de los bancos centrales sobre estos mercados" (p.61).

El *quantitative easing* llevado a cabo por los bancos centrales no ha provocado un calentamiento excesivo de la economía ni una presión inflacionista (p.62). De hecho, los bancos centrales están más preocupados "por las tendencias deflacionistas de la economía que por una inflación excesiva" (p.62). El problema es que, "cuando los bancos centrales [implementan] unas medidas no convencionales [con el fin] explícito de estimular los préstamos a las empresas, (...) las instituciones financieras utilizan esta liquidez para estos fines" (p.63). Cuando la liquidez de los bancos centrales está canalizada en los activos existentes en lugar de serlo en la inversión real, "la política monetaria está sometida a la dominación de la finanza" (p.63).

A este respecto, es preciso comprender "las relaciones entre los bancos centrales y los bancos comerciales a fin de comprender cómo actúa la dominación financiera en el contexto poscrisis" (p.63). Los autores distinguen dos facetas del fenómeno.

"Por una parte, las palancas de acción de los bancos centrales sobre el crecimiento y la inflación están fragilizadas por el poder infraestructural de los mercados financieros, [es decir] el control ejercido por los bancos comerciales sobre los canales de transmisión de la política monetaria (...). Por otra parte, el compromiso de los bancos centrales [con] la estabilidad financiera está comprometida por el poder de la fragilidad de los bancos comerciales que son demasiado grandes para quebrar" (p.63).

Actualmente, "los bancos centrales no pueden influir en la economía real sin la participación de las instituciones financieras privadas. En ese contexto, (...) la financiarización bancaria afecta también a la política monetaria" (pp.63-64). Lo hace de dos maneras. Por un lado, "los bancos centrales intervienen, hoy en día, para garantizar la disponibilidad de la liquidez en los sectores de mercado [proclives] a la inestabilidad"; y, por otro lado, "deben [enfrentarse] al desafío de convencer los bancos comerciales de utilizar la liquidez suplementaria de manera a alcanzar los resultados esperados" (p.64). En periodos de crisis, "los bancos centrales juegan un rol central en la estabilización de ciertos segmentos del mercado, como el de los [*mercados*] *de reposo* o de productos financieros titulizados", dado que "los problemas que afectan a estos mercados perjudican la transmisión de la política monetaria" (p.64).

No en vano, existe una distancia notable "entre la inyección de liquidez por el banco central y su efecto esperado en la economía" (p.65). Por una parte, "incluso los bancos comerciales que [tienen] problemas de tesorería pueden rechazar la liquidez que les ofrecen los bancos centrales, porque puede ser interpretado como un signo de fragilidad en un contexto competitivo" (p.65). Por otra parte, "cuando los bancos centrales asocian unas condiciones a sus ofertas de liquidez, los bancos comerciales no [las aceptan necesariamente]" (p.65). En suma, "la formulación de la política monetaria de los bancos centrales [es dificultada] por la financiarización bancaria y por los intereses de los bancos comerciales" (p.66). Por

lo cual, "en la arquitectura financiera actual, (...) los bancos centrales se ven [obligados] a estabilizar e incluso a apoyar unos componentes disfuncionales del sistema financiero" (p.66).

De hecho, "la fragilidad es, a veces, el mejor activo de una institución financiera. Cuando un banco goza de una importancia sistémica, [dado que] su quiebra tendría grandes repercusiones sobre el conjunto del sistema financiero, sabe que el banco central, jugando su rol de prestamista en última instancia, vendrá muy probablemente a su rescate" (p.67). Esta situación es problemática, ya que, "no solamente un banco que goza de semejante importancia es más proclive a [ser] negligente en la gestión de sus riesgos (...), sino que cada institución financiera se encuentra en una situación en la cual tiene interés en alcanzar un tamaño que le permita ser considerada como [demasiado grande para quebrar] y obtener así un trato preferencial por parte de los bancos centrales" (p.67).

En principio, "los bancos centrales, en colaboración con otros reguladores financieros, deberían impedir a los bancos comerciales alcanzar semejante importancia sistémica, ejerciendo, por ejemplo, un control estricto sobre las fusiones y adquisiciones en el sector bancario. Además, los bancos comerciales deberían verse obligados a poner unos fondos en reserva para atravesar los momentos difíciles" (pp.67-68). A su vez, "el rescate de un banco [demasiado grande para quebrar] por uno o varios bancos centrales debería estar acompañado de condiciones [lo suficientemente] severas como para tener un efecto disuasorio, la nacionalización pudiendo ser una de estas condiciones" (p.68).

Ante la crisis de 2007, los bancos centrales han puesto en marcha unos programas de compra de obligaciones. Pero, "el uso de esta liquidez no estaba sometido a ninguna condición" (p.68). Una vez el derrumbe sistémico evitado, más allá de ciertas reformas reglamentarias llevadas a cabo, como la creación de una unión bancaria en Europa, los bancos centrales, que gozan de competencias adicionales en materia de vigilancia de la actividad bancaria, no han tomado "medidas enérgicas para [solucionar] el problema de las instituciones financieras [demasiado grandes para quebrar]" (p.69).

Las políticas monetarias implementadas por los grandes bancos centrales antes de la crisis financiera "han contribuido a la financiarización de la economía" (p.69). Sus promotores pensaban que "unos mercados más completos, apoyados en unas innovaciones financieras como la titulización y los productos derivados, conducirían a una mayor eficiencia y estabilidad" (p.69). No en vano, se ha producido todo lo contrario (p.69). Además, "la financiarización era apoyada por los bancos centrales por razones estratégicas" (p.70). Mientras que la Fed buscaba "descargarse de la responsabilidad de políticas monetarias impopulares", la BCE perseguía "sus objetivos de integración financiera y de armonización económica del conjunto de la zona euro" (p.70). Más aún, las políticas llevadas a cabo por los bancos centrales indican que "no han tomado la plena medida de las enseñanzas de la crisis" (p.70). En este sentido, "la formulación de nuevas políticas [respecto a] la acción de los bancos centrales debería preocuparse (...) por su [dependencia] hacia los mercados financieros" (p.71).

En el quinto capítulo, consagrado a la expertise de los bancos centrales, los autores indican que "los banqueros centrales son unos expertos: la sociedad les reconoce un saber especializado sobre unos temas como el sistema monetario y la regulación financiera. Su expertise es doble: en primer lugar, como decisores, son unos expertos reguladores, principalmente en materia de política monetaria. (...) [En segundo lugar], los banqueros centrales actúan como expertos testimoniales cuando explican al público y al personal político el funcionamiento real y deseable de la economía" (p.76).

Lo cierto es que "los bancos centrales son falibles [como] lo han mostrado en el pasado" (p.76). Ante esta situación, "la estrategia más prometedoras consiste (...) en dosificar el nivel de confianza que les concedemos en función de la existencia de condiciones que les permitan corregir eficazmente sus creencias erróneas" (p.77). Para que el mecanismo de corrección sea eficaz, es preciso que "1) las afirmaciones a las que los agentes sociales adhieren inicialmente sean conocidas públicamente; 2) el contexto social fomente

el cuestionamiento intelectual de estas afirmaciones en lugar de impedirlo; y 3) los individuos o los agentes colectivos estén dispuestos a revisar sus creencias sobre la base de la fuerza de los argumentos que les son presentados" (p.78).

En el pasado, los bancos centrales eran opacos (p.80). "La situación cambió radicalmente durante los años 1990 (...) y la mayoría e incluso la totalidad de los bancos centrales hacen [actualmente] gala de una mayor transparencia. Sus páginas Internet proporcionan grandes cantidades de información, de los datos estadísticos que recogen a los discursos de los decisores que explican sus políticas" (p.81). Esta evolución significa que, hoy en día, "los bancos centrales cumplen mejor la primera condición de la eficacia de un mecanismo de corrección de errores. No en vano, la transparencia de los bancos centrales es condicional, y las razones de su mayor transparencia actual tienen poco que ver con un deseo de mejorar la detección de sus errores como expertos testimoniales reguladores eficaces" (p.81). Los bancos centrales son más transparentes por dos razones.

"La primera concierne el control democrático: la sociedad da a los bancos centrales grandes poderes para servir [sus] intereses; [como contrapartida], la sociedad exige que justifique su acción en función de los objetivos que busca alcanzar. (...) La segunda razón es que la eficacia de la política monetaria está favorecida por un alto grado de transparencia" (p.81).

El contexto social actual ofrece un fuerte potencial de producción de crítica, "especialmente en razón del dinamismo de la comunidad investigadora que se interesa por la acción de los bancos centrales. Pero, un elemento de este contexto es fuente de gran inquietud: la predominancia de los bancos centrales en las redes científicas. Como los bancos centrales controlan una gran parte de los recursos materiales y del capital simbólico, (...) la investigación que la concierne está sesgada y (...) ciertos tipos de críticas son inaudibles" (p.84). De hecho, "a lo largo de las últimas décadas, los bancos centrales han vivido un proceso de cientifización que ha generado unos resultados [reseñables]: la contratación de numerosos científicos, el estrechamiento de los vínculos con las comunidades investigadoras, la organización de seminarios y la publicación masiva de artículos en las revistas [científicas] sometidas a la evaluación por pares. La Fed ha jugado un rol pionero en este ámbito" (p.84). Los demás bancos centrales han seguido una vía similar (p.85). El resultado global de estos esfuerzos para fomentar la investigación es que "los bancos centrales se han convertido en predominantes en el seno de la comunidad investigadora" (p.85).

Si esta integración en la comunidad investigadora tiene consecuencias positivas, "esta posición dominante es preocupante" para los autores (p.86). La participación de los bancos centrales en la investigación es positiva por tres razones (p.86). En primer lugar, porque es preciso que "ciertos de los temas abordados por la investigación correspondan a las necesidades de los practicantes. (...) Como expertos reguladores, los banqueros centrales tienen interés en disponer de un flujo regular de trabajos de investigación pertinentes para su trabajo diario" (pp.86-87). En segundo lugar, porque, "establecer unos departamentos de investigación dinámicos en el seno de los bancos centrales [permite conectar] los expertos reguladores, por una parte, [y] la comunidad investigadora externa, por otra parte" (p.87). En tercer lugar, porque "los expertos reguladores disponen de datos estadísticos y de saberes prácticos que pueden enriquecer la investigación" (p.87). No obstante, "cuando los bancos centrales se convierten en dominantes, la producción de la crítica se frena, tanto a nivel del volumen como de la variedad" (p.87).

Para el personal investigador de los bancos centrales, "existe una posibilidad de censura directa, [mientras que], para un investigador en economía que trabaja en otra institución, los factores incitativos causados por la predominancia de los bancos centrales son diferentes, pero no menos preocupantes" (p.88). Una crítica severa de un banco central puede llevar a la marginación (pp.88-89). El resultado fundamental es que, "incluso si las personas que participan en el debate especializado no son necesariamente conscientes de ello, los que defienden los bancos centrales disponen de numerosos medios para convertir la crítica en inaudible" (p.89).

Aunque los expertos reguladores pueden legítimamente orientar una parte de la investigación en función de sus propias necesidades, "esta influencia se convierte en perniciosa si la orientación de esta investigación toma unas proporciones demasiado importantes" (p.90). De hecho, "una investigación que plantea unas preguntas más fundamentales sobre las vías de futuro posibles para la acción de los bancos centrales es poco susceptible de obtener unos fondos o de ser reconocida como importante por la comunidad investigadora" (p.90). En cuanto a la diversidad de la crítica, "otra preocupación concierne la escasa diversidad de los miembros de la comunidad", sabiendo que "una comunidad formada por miembros provenientes de entornos variados podrá (...) generar una mayor variedad de perspectivas críticas" (p.90).

Además de la cuestión del género, que es una dimensión de la diversidad, el debate se centra igualmente en "las cualificaciones profesionales y teóricas" (p.91). A este respecto, "los banqueros centrales responsables de la regulación del sector bancario y financiero han trabajado a menudo para las más grandes empresas del sector. Además, la expertise no académica que movilizan proviene generalmente del sector financiero" (p.91). La uniformidad caracteriza también "el bagaje teórico del personal de los bancos centrales: hoy en día, tanto sus científicos como sus [directivos] han sido formados en la ortodoxia económica" (p.91). Esta perspectiva uniforme es "una de las principales razones de la miopía de la comunidad de los banqueros centrales en los años que han llevado a la gran crisis financiera" (p.91). Por último, la diversidad étnica en el seno de los bancos centrales es claramente insuficiente (p.91).

La última condición de la eficacia de un mecanismo de corrección de errores es "la disposición de los expertos a modificar sus creencias cuando [se enfrentan] a una crítica pertinente" (p.92). Lo cierto es que "los banqueros centrales están sometidos a fuertes presiones, como expertos reguladores, para cumplir con su misión de estabilizar los precios y el sistema financiero, (...) lo que convierte la revisión de sus creencias en poco probable" (p.93). A su vez, "como los banqueros centrales experimentados prosiguen a menudo su carrera en el sector financiero privado al final de su mandato, son menos susceptibles de apoyar unas reformas financieras radicales" (p.93).

En el sexto capítulo, titulado "nuevas direcciones para el futuro", los autores consideran que es posible "imaginar unas configuraciones institucionales diferentes que permitirían a [las] sociedades [contemporáneas] alcanzar sus objetivos, especialmente pero no solamente, en materia de estabilidad de los precios y de estabilidad financiera, de manera más eficaz" (p.97). Al alba de una nueva era de los bancos centrales, el objetivo principal de los autores es "animar el conjunto de personas que participan en el debate a tomar en serio los tres desafíos enunciados en este libro" (p.97).

En el primer modelo, que supone "la preservación del mandato restringido de los bancos centrales, pero le añade unos canales de comunicación y de coordinación entre ellos y otros organismos gubernamentales", la solución consistiría en crear "un comité mixto compuesto por miembros del banco central y del tesoro público (...). El objetivo de este comité sería documentar los efectos, potencialmente nefastos, de instrumentos de política monetaria sobre la persecución de objetivos en otros sectores macroeconómicos. Además, el comité tendrá la responsabilidad de recomendar los mejores remedios a estos efectos secundarios y la manera de realizar los arbitrajes necesarios" (p.99).

El segundo modelo, que "consiste en una ampliación del mandato de los bancos centrales para incluir en su seno un conjunto mayor de objetivos que deberían perseguir enérgicamente, como la limitación de las desigualdades", es preciso ir más allá que "el empleo de un criterio de preponderancia no coactiva por el cual los bancos centrales elegirían la menos desigualitaria de las políticas que resultarían igualmente eficaces para mantener la estabilidad de los precios" (p.99).

Según los autores, es necesario "obligar los bancos centrales a tener en cuenta unas preocupaciones distributivas en ciertas circunstancias precisas, especialmente cuando contemplan la utilización de instrumentos extraordinarios" (p.99). "Los decisores deberían (...) tener en cuenta consideraciones

distributivas antes de aprobar este instrumento" (p.99). Llevar a cabo estas ideas, manteniendo "un equilibrio entre la eficacia de las políticas [implementadas] y el control democrático de los bancos centrales" implica, por un lado, la recepción por estos últimos de "unas instrucciones previas sobre la manera de realizar los arbitrajes entre los objetivos macroeconómicos"; y, por otro lado, "poner en marcha unos mecanismos de control democrático más rigurosos que exigen de los banqueros que (...) justifiquen, a posteriori, los efectos de su política monetaria sobre el alcance de otros objetivos macroeconómicos, incluido la distribución de las rentas y de la riqueza" (p.100). En cuanto a los programas de compra de obligaciones de empresa, como mínimo, "las compras de los bancos centrales deberían conformarse a unas reglas éticas, como para la mayoría de los inversores institucionales" (p.100). Los bancos centrales podrían igualmente "jugar un rol activo para [propiciar] el alcance de objetivos sociales no monetarios" (p.100).

A pesar de la introducción de medidas como los *stress test* bancarios y "el ligero aumento de las exigencias de fondos propios, las raíces de la crisis financiera no han sido cuestionadas de manera decisiva. Las lógicas de financiarización bancaria [predominan] siempre [en] Europa y Estados Unidos, el endeudamiento de las instituciones financieras es todavía muy elevado y los niveles de remuneración de la industria financiera siguen estando desconectadas de los salarios medios" (p.101). Para los autores, "las autoridades financieras deben introducir unos elementos de regulación que disminuyan el grado de financiarización de [las] economías" (p.101). Se trata de aplicar una regulación macro-prudencial.

"Semejantes medidas incluyen especialmente el aumento de las reservas obligatorias depositadas en el banco central por los bancos comerciales; la separación de los bancos comerciales y de los bancos de inversión; una regulación más estricta del sector bancario paralelo; el estrechamiento de los marcos de garantía financiera del mercado prestamista interbancario y de las reservas de los bancos centrales; una mayor concordancia entre las primas de salario del sector financiero y los resultados a largo plazo; la prohibición o la limitación del uso de ciertos tipos de actividades o de instrumentos financieros (...); y, por último, la introducción de una tasa sobre las transacciones financieras" (p.102).

No solamente estas medidas favorecen la estabilidad financiera, sino que "mejoran también la transmisión de la política monetaria a la economía real frenando el uso especulativo de la liquidez de los bancos centrales" (p.102).

Para evitar que los decisores de los bancos centrales formen un grupo homogéneo, los autores proponen dos reformas (p.102). En primer lugar, "es preciso reducir la preponderancia de los bancos centrales en el seno de la comunidad científica concernida por las cuestiones monetaria y financiera. Varias medidas pueden contribuir al alcance de este objetivo: aumento de la financiación de los proyectos de investigación universitaria, independientes de los bancos centrales, que [concernen] la política monetaria; apertura de los [espacios] de publicación de alto nivel a una diversidad de posiciones teóricas, lo que podría hacerse a través de una diversificación de los comités de redacción" (p.103). En segundo lugar, conviene propiciar "una mayor representatividad social de los banqueros centrales con "más mujeres, una mayor diversidad intelectual y étnica, una mayor representación de personas provenientes de entornos socioeconómicos menos favorecidos, un menor número de banqueros centrales que están catapultados a la cabeza de un gran banco", etc. (p.103).

Una solución consiste en eliminar los intermediarios transmitiendo directamente el dinero a los hogares utilizando el *helicopter drop* (p.104). "La cantidad de liquidez que debería ser inyectada en la economía sería menor que a través del método indirecto del [*quantitative easing*], y las consecuencias desigualitarias podrían así ser evitadas" (pp.104-105). Otra política que tiene "el potencial de evitar daños colaterales en materia de distribución es la monetización de la deuda pública, [es decir] la financiarización del gasto público o el reembolso de la deuda pública gracias a la creación [monetaria] por el banco central" (p.105).

Una manera efectiva de ocuparse "del problema del endeudamiento del sector financiero es quitar a los bancos comerciales la capacidad de crear moneda bajo la forma de depósitos bancarios. Dos reformas tienen el potencial de arreglar este problema: la aprobación del ratio de reservas bancarias del 100% y la introducción de monedas digitales creadas por los bancos centrales" (p.106). Otra manera de utilizar más eficazmente la liquidez de un banco central y de impedir la dominación financiera es "permitir a los ciudadanos abrir una cuenta en el banco central. (...) La concentración de los depósitos ciudadanos en el banco facilitaría también la transición hacia el ratio de reservas del 100% y ampliaría el abanico de las opciones de la política monetaria" (p.107). Y, para promover una investigación más diversificada, una solución consistiría en "aislar las actividades de investigación de los bancos centrales de los órganos decisores. Este fin podría ser alcanzado si los departamentos de investigación de los bancos centrales fueran transformados en entidades independientes de los departamentos responsables de la elaboración de las políticas monetarias" (p.108).

En definitiva, "la acción actual de los bancos centrales, particularmente desde la última crisis financiera, se enfrenta a tres desafíos. En primer lugar, los instrumentos no convencionales como el [*quantitative easing*], que utilizan desde la crisis, tienen repercusiones negativas indeseables, a saber la exacerbación de las desigualdades de renta y de riqueza. (...) En segundo lugar, (...) la conducta de la política monetaria en un contexto de dominación financiera ha sido silenciada. No en vano, la influencia de los mercados financieros sobre los bancos centrales sigue siendo altamente problemática. En tercer lugar, (...) hay un conflicto entre las dos facetas de la expertise esperada de los banqueros centrales en la configuración actual, su buen trabajo de expertos reguladores conlleva una concentración de la expertise científica que mina el ejercicio de su rol de expertos testimoniales" (p.109). Para los autores, una serie de reformas, que tienen el potencial de afrontar estos desafíos, "puede ser llevada a cabo sin esperar la urgencia de una nueva crisis" (p.109).

Al término de la lectura de la obra *Les banques centrales servent-elles nos intérêts?*, es obvio reconocer la gran actualidad y la suma pertinencia de la perspectiva elegida por sus autores. Partiendo de un análisis minucioso de los fundamentos de los bancos centrales, muestran, de manera pormenorizada, la incidencia de la acción de estos bancos sobre la desigualdad y la financiarización de la economía; sin olvidar el papel de expertos desempeñado por los banqueros centrales. Acaban con la formulación de propuestas concretas que redefinen el rol de los bancos centrales. En este sentido, lejos de conformarse con una presentación didáctica y clara de las misiones y actividades de los bancos centrales, centrándose en la Fed, la BCE y el Banco de Inglaterra, realizan propuestas de mejora cuya implementación aparece perfectamente factible. Gracias al uso de gráficos y de un estilo fluido, consiguen la proeza de hacer legible una obra sumamente densa.

Por lo cual, la lectura de esta obra es indispensable a la hora de comprender las misiones y el funcionamiento de los bancos centrales.