

INTRODUCCIÓN A LA EDICIÓN ESPAÑOLA

I UN ECONOMISTA OLVIDADO

La Gran Depresión de los años 30 del siglo pasado, como la Gran Recesión de comienzos del siglo actual, fue una sorpresa para la mayoría de los economistas y todavía hoy seguimos intentando comprender cómo pudimos encontrarnos inmersos en unas situaciones tan dramáticas que destruyen multitud de puestos de trabajo, algunos de los cuales puede que, en efecto, no fueran sostenibles, pero otros sí lo eran; y, sin embargo, unos y otros desaparecían indiscriminadamente en medio de un enorme desconcerto.

Lionel C. Robbins (1898-1984) fue uno de los economistas británicos más relevantes en los años que separan las dos grandes guerras europeas del siglo pasado. Había obtenido la cátedra de Economía en la London School of Economics a la edad de treinta y un años y, sorprendentemente, fue seleccionado por John Maynard Keynes para formar parte del Comité MacMillan que debía investigar las causas de la Gran Depresión Mundial y sugerir propuestas para hacer frente a ella. Junto al joven Lionel formaban parte también de este comité otros economistas relevantes como Hubert D. Henderson, Arthur C. Pigou y Josiah C. Stamp.

Robbins era entonces el catedrático de Economía más joven del Reino Unido y probablemente el menos insular y más abierto a las ideas económicas que circulaban por la Europa Continental. En especial, las que derivaban de la Escuela Austriaca de Economía que fundara Carl Menger en Viena. A iniciativa de Robbins, el también joven economista austriaco Friedrich A. Hayek acabaría

ocupando una cátedra de Economía en la misma Universidad y desde el primer momento se inició una activa colaboración de ambos, en la difusión de las ideas económicas continentales dentro de Gran Bretaña.

Esta influencia austriaca no tardaría mucho tiempo en dejarse sentir y fue, precisamente, en el seno del Comité MacMillan donde tuvo lugar el primer enfrentamiento de Robbins con Keynes, que ya gozaba de una enorme reputación. Los dos temas de su discrepancia fueron la propuesta de aumentar el gasto público en infraestructuras con objeto de combatir aquella depresión y el establecimiento de aranceles a la importación, subvenciones a la exportación y otras medidas proteccionistas, en el marco de la nueva política comercial británica.

Con ocasión de aquello Robbins escribió, algunos años después, el libro que el lector tiene entre sus manos. De alguna manera, él había terminado asumiendo la explicación austriaca de la crisis inflacionista que abría paso a la depresión de la economía. Un proceso consistente en la depuración y liquidación de los errores de inversión cometidos durante el auge previo de los negocios. Pero lo cierto era que los índices de precios en los años anteriores al desastre no habían dado señal alguna de estar aumentando fuera de todo control. Robbins y Hayek superaron esta dificultad con una idea que ya había sido manejada en Suecia durante la polémica que mantuvieron Davidson y Wicksell, a comienzos del siglo xx, sobre la naturaleza de la regla monetaria que había propuesto el último de ellos, para prescindir del oro y regular las emisiones de un dinero completamente fiduciario.¹

Robbins escribiría entonces que «un nivel de precios estable indica que no hay inflación monetaria, solo si la productividad

1. Para la polémica que mantuvieron aquellos dos economistas suecos, a la que más adelante se uniría su compatriota Gustav Cassel, el lector en lengua española puede consultar mi libro *El Capitalismo y la Riqueza de las Naciones*, Ed. Aosta, Madrid, 2009, pp. 150-158.

de la economía es estacionaria. Cuando la productividad está aumentando y la cantidad de dinero que circula en el sistema permanece estable, lo que cabe esperar es un descenso de los precios expresados en dinero. En el periodo que estamos analizando, la productividad de la economía estaba aumentando con gran rapidez. Por tanto, la estabilidad del nivel de los precios no era una prueba de la inexistencia de una inflación monetaria, sino de todo lo contrario, era la prueba evidente de que la inflación estaba actuando inequívocamente».²

En aquellos años, la mayoría de los economistas pensaban que, en cualquier situación dada, hay un *tipo de interés* que mantiene el nivel de precios constante. Si el sistema bancario situaba el tipo de interés de sus créditos por debajo de aquel, que algunos llamaban natural y otros de equilibrio, los precios y el volumen de la producción tenderían a subir. Si, por el contrario, lo situaban por encima, los precios y el volumen de la producción tenderían a descender. Por tanto, si fuera posible mantener el nivel de precios estable, nunca a la prosperidad de los negocios le seguiría una depresión y si, por alguna circunstancia, hubiéramos permitido que los precios subieran y a continuación se produjera una depresión, para salir de ella no teníamos más que detener el descenso de los precios y recuperar el nivel apropiado de estos. La cosa parecía sencilla, pero no lo era.

Robbins y Hayek consideraban que la inflación de medios de pago fiduciarios que facilitaba el sistema de reserva fraccional bancaria producía un *desequilibrio vertical en la estructura de la producción* que conducía irremediablemente a la crisis y a la depresión posterior de los negocios. Este concepto de *desequilibrio vertical* era algo que la mayoría de los economistas británicos no alcanzaban a comprender y que, sin embargo, Robbins terminó asumiendo.³ El

2. Véase p. 122.

3. Robbins explica con notable sencillez este proceso en el Cap. III.

material estadístico disponible nos decía que entre 1925 y 1929 la producción de bienes de capital había aumentado el triple que el aumento de la producción de bienes de consumo,⁴ de forma que la explicación austriaca parecía estar apoyada por los hechos.

Es decir, la reducción del tipo de interés del dinero bancario favorecía la expansión en las industrias de bienes de capital, pero el ahorro voluntario no era suficiente para financiarla.⁵ Como el aumento de la producción de bienes de consumo que propiciaba la nueva estructura productiva ensayada tardaría algún tiempo en llegar al mercado, cuando los consumidores trataran de gastar sus rentas monetarias, en aumento, no encontrarían cantidades de bienes de consumo suficientes para comprar y los precios de estos bienes subirían, revelando que la nueva estructura ensayada no era sostenible.⁶ En esto consistía ese desequilibrio vertical de la estructura de la producción que, según los economistas austriacos, acabaría llevándonos a la crisis y la depresión.

Si la Gran Depresión que experimentaban las economías en aquellos años era consecuencia de esta clase de desequilibrio, el lanzar al mercado más medios de pago fiduciarios, como reclamaban muchos, no haría otra cosa que añadir más leña al fuego que se había desencadenado. Se insistía en hacerlo porque los precios descendían de una manera estrepitosa y se pensaba que la Reserva Federal de Estados Unidos podría evitarlo. No obstante,

4. White, L.H., *The Clash of Economic Ideas*, Cambridge University Press, 2012, p. 69.

5. Los economistas llamamos ahorro voluntario a la parte de la renta que libremente no se gasta en bienes de consumo. Esto hace posible dedicar recursos a la producción de bienes de capital que, en el futuro, esperamos nos permitan aumentar el nivel de vida de la población (su renta real). La existencia de dinero fiduciario hace posible forzar este proceso con resultado más bien incierto, porque no siempre confluyen las circunstancias que podían favorecer el intento.

6. Gottfried Haberler sería uno de los primeros en advertir que esto podía no ser necesariamente de este modo. Véase *Prosperity and Depression*, 1936 (*Prosperidad y Depresión*, ed. FCE, México, 1942, p. 55).

en aquellos momentos las autoridades monetarias estaban convencidas de que, si aumentaban la *base monetaria* del sistema, seguirían alimentando la especulación responsable de las burbujas de precios que se habían incubado en los mercados de activos mobiliarios e inmobiliarios de aquellos años.

El desconcierto era palpable y el prestigio de los economistas andaba por los suelos. En la práctica, eran los políticos los que hacían sus propias cábalas y, cuando Gran Bretaña abandonó el patrón oro en septiembre de 1931, Estados Unidos elevó el tipo de interés para proteger la enorme reserva de oro que había ido acumulado. Pues bien, aquello fue el inicio de una cadena de quiebras bancarias que concluyó con la caída del gobierno republicano y el ascenso al poder del presidente Roosevelt, que acabó con aquella crisis bancaria abandonando el patrón oro, para retornar al mismo poco después, previa una devaluación del dólar del 40 % y la puesta en marcha de una política de intervenciones en la economía que no tenía precedentes.

Milton Friedman pensaba que tanto Robbins como Hayek habían causado gran daño al recomendar, desde la destacada posición académica que ambos ocupaban en Londres, la política de no hacer nada y esperar hasta que aquel desequilibrio vertical de la producción pudiera ser eliminado por las fuerzas propias del mercado.⁷ Pero, con independencia de la valoración que esto nos merezca en medio de aquel desconcierto, la verdad es que el libro de Robbins contiene atinadas observaciones sobre los planes intervencionistas del presidente Roosevelt para salir de la depresión, se posiciona en el lugar correcto frente a una buena parte de los intelectuales de su tiempo que estaban embobados con las experiencias planificadoras de la Unión Soviética y sostiene que si Gran Bretaña hubiera devaluado la libra esterlina antes

7. White, L.H., ob. cit., p. 93. El autor sostiene que ni Robbins ni Hayek tenían influencia suficiente para causar el daño que injustamente les atribuye Friedman.

de retornar al patrón-oro, en 1925, probablemente no hubiera tenido que abandonarlo seis años después, dejando el sistema monetario internacional instalado en una clase de desequilibrio que explica bien acontecimientos recientes.

II EL LARGO CAMINO HACIA UN PATRÓN FIDUCIARIO

El camino que nos ha llevado, lentamente y sin casi advertirlo, a un patrón monetario nacional y fiduciario ha sido extraordinariamente largo. Desde que el Estado asumió la acuñación de la moneda nunca dejó de introducir en el sistema elementos que eran fiduciarios. Por fortuna, la competencia entre las distintas acuñaciones preservó, en gran medida, su valor y la introducción de elementos fiduciarios sirvió para ir aumentando paulatinamente la cantidad de medios de pago en circulación, a medida que más sectores se iban incorporando a la economía monetaria. Pero la evolución posterior de los acontecimientos nos ha terminado enfrentando a problemas con los que no contábamos.

Al término de las guerras napoleónicas se puede decir, a grandes rasgos, que el nuevo «dinero bancario» que circulaba en Gran Bretaña, Francia y Estados Unidos representaba solo un tercio del total de los medios de pago circulantes. El resto se lo repartían a partes casi iguales las monedas de oro y plata, con alguna ventaja de estas últimas y dentro de lo que hemos llamado «dinero bancario», los billetes de banco convertibles en metálico y los depósitos a la vista cubrían el resto, con el billete de banco multiplicando por cuatro los depósitos.⁸

8. Niveau, M., *Historia de los Hechos Económicos Contemporáneos*, 1966, ed. Ariel, 1968, p. 223.

Este panorama había cambiado drásticamente en el último cuarto del siglo XIX. La plata estaba desapareciendo de la circulación y, dentro de los medios de pago bancarios, los depósitos a la vista se estaban imponiendo rápidamente a los billetes de banco. Gran Bretaña había eliminado, en 1844, la libre emisión de estos últimos, creando un monopolio que obligaba al Banco de Inglaterra a respaldar sus nuevas emisiones de billetes con oro. El resultado de este monopolio fue un fracaso porque, en todas las crisis financieras que se sucedieron a lo largo de aquel siglo, aquella limitación a la emisión de billetes de banco tuvo que dejarse de aplicar y esto debía habernos servido de aviso acerca de lo que se estaba fraguando.

Las cosas discurrían de forma diferente cuando lo que se pretendía era cobrar las deudas que surgían entre las naciones. Gran Bretaña era entonces el principal acreedor del mundo y no se conformaba con que le pagaran esas deudas con los billetes de banco que emitían los demás monopolistas que, a imagen del británico, habían ido constituyéndose en todo el mundo, sino que exigía el pago en oro contante y sonante. Esta fue la razón por la que sus financieros inventaron el patrón oro que a partir de 1870 se fue imponiendo en todo el mundo industrializado.

Londres era entonces el primer centro financiero del mundo y allí acudían todos a solicitar financiación para sus proyectos en *libras esterlinas* que se aceptaban por todo el mundo como medio de pago. Nadie poseía un sistema de intermediación financiero tan desarrollado como el británico y todo ello con una reserva de oro que hoy sabemos era insignificante respecto al volumen, en verdad desconocido entonces, de las obligaciones que pesaban sobre ella. Era necesario apuntalar bien el sistema de una moneda que era, a la vez, nacional e internacional. Para hacerlo, los financieros británicos exigieron a todos los demás países que fijaran, de forma definitiva e irrevocable, la paridad de sus monedas con la libra esterlina o, lo que parecía lo mismo, su paridad con el oro.

Alemania fue el primer país en incorporarse a este sistema en 1871 y a lo largo de aquella década lo harían sucesivamente los tres países escandinavos, Francia, Bélgica, Suiza, Italia, Grecia, Holanda, Uruguay y Estados Unidos. Austria y Rusia lo harían mucho más tarde y después de grandes vacilaciones, porque su sistema de papel moneda estaba profundamente arraigado en aquellas economías no demasiado industrializadas y hubo que vencer grandes resistencias para adoptar lo que, en aquellos momentos, se consideraba el sistema financiero más avanzado, el británico.

Mientras Gran Bretaña fue el taller de todo el mundo y su principal acreedor, no tuvo mayores dificultades para gestionar este sistema. Su actividad crediticia internacional nunca puso en peligro su sistema bancario de reserva fraccional a pesar, como digo, de sus escasas reservas de oro metálico. En realidad, el mundo entero se había ido acostumbrando a mantener saldos de libras esterlinas en Londres como si del mismísimo oro se tratara. Es más, los grandes bancos de inversión británicos se habían repartido el mundo entero y, mientras la casa Baring se ocupaba de las transacciones con Rusia y Argentina, la banca Rothschild lo hacía con España y sus colonias que, dicho sea de paso, nunca se incorporó al patrón oro.⁹ Cuando en 1890 se produjo la crisis del primero de estos bancos, la comunidad financiera de Londres, con el Banco de Inglaterra a la cabeza, le hizo frente suscribiendo un crédito que, en solo ocho años, permitió salir del atasco sin coste alguno para el contribuyente británico.

9. Niveau, M., ob. cit., pp. 227-8. Investigaciones recientes del profesor Juan Castañeda Fernández, hoy en la Universidad de Buckingham, permiten sostener que, hasta 1883, el Banco de España contribuyó a que nuestro país se desarrollara, en la práctica, con arreglo a las normas de un «patrón metálico en la sombra». Véase Banco de España, *Estudios de Historia Económica*, n.º 51, Madrid, 2007. Los profesores Pedro Schwartz y J. Castañeda Fernández analizan el caso de España en las distintas crisis financieras en un libro de aparición reciente, *Money, Currency and Crisis*, ed. Routledge, 2018, Cap. XIV.

En otras palabras, Londres hacía el milagro de transformar las obligaciones a corto plazo de su sistema bancario en créditos a plazos mucho mayores, allí donde las garantías y los tipos de interés más elevados permitían hacer inversiones. Pues bien, este fue el mundo financiero idílico que iba a desaparecer, sumiendo la economía mundial en una Gran Depresión y llevándonos luego, paso a paso, a un sistema de patrón monetario nacional y fiduciario que ha mostrado su lado oscuro en la reciente Gran Recesión del siglo actual.

III EL ABANDONO DEL PATRÓN ORO

Ha sido un lugar común, para muchos, atribuir al patrón oro la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Es muy posible que el responsable de ello fuera John Maynard Keynes, cuyas ideas monetarias fueron determinantes. Cuando Ludwig von Mises publicó su crítica a los medios fiduciarios de pago en 1912, el economista británico hizo un análisis muy negativo del libro de Mises en el *Economic Journal*,¹⁰ al tiempo que defendía con entusiasmo la teoría del economista alemán G.F. Knapp sobre el origen del dinero, que contradecía abiertamente la que formulara Carl Menger en el siglo anterior. Algo después, cuando escribió su *Tratado sobre la Reforma Monetaria* (1923), recomendó no utilizar el oro como reserva y controlar la inflación de medios de pago, procurando que un nivel de precios de los bienes de consumo permaneciera estable a largo plazo. Entonces, prescindiendo de la paridad metálica de la libra esterlina, su tipo de cambio con el dólar tendría que fluctuar conforme a la política que decidieran seguir cada uno de los dos países, Gran Bretaña y los Estados Unidos.

10. Véanse sus *Collected Writings*, Vol. XII, pp. 400-401.

No parece que esto fuera lo más apropiado, a la vista de la posición que entonces ocupaba todavía el centro financiero de Londres, porque algunos podían comenzar a dudar de la seguridad de los depósitos bancarios que seguían manteniendo en aquella plaza. Pero Keynes debió de pensar que esto no sería un problema extremadamente serio si los dos países llegaban a un acuerdo y, por así decirlo, se repartían el mundo. No creía que el resto de países pudieran llegar a establecer un patrón monetario independiente y les recomendaba ligar sus monedas al dólar o a la libra esterlina, manteniendo depósitos de oro en Londres y Nueva York, con objeto de hacer frente a las fluctuaciones a corto plazo que se pudieran producir y empleando su tipo de interés bancario u otros métodos ya conocidos, con objeto de lograr la estabilidad de sus respectivos niveles de precios a largo plazo.¹¹

Él sabía perfectamente que la reserva de oro de Gran Bretaña era insuficiente, lo había sido probablemente siempre; pero, mientras el resto de los países que se iban industrializando aceptaran seguir manteniendo saldos en libras esterlinas depositados en Londres, toda la actividad crediticia de su centro financiero hacia otros países acabaría regresando a este en forma de depósitos en libras y, de esta manera, su sistema de reserva fraccional bancaria no corría peligro alguno. Este era, por otra parte, el mensaje que repetían los financieros británicos en la Conferencia de Génova de 1922, cuando la situación del centro financiero de Londres ya no era la misma.

Keynes, sin embargo, se oponía al retorno de la libra al sistema de patrón oro, porque confiaba en controlar las emisiones de medios fiduciarios de pago manteniendo la estabilidad del nivel de los precios y también porque temía entregar la regulación del

11. Keynes, J.M., *Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria* (1923), edición F.C.E. México, 1992, pp. 200-203.

nivel de precios de Gran Bretaña y el manejo de su política de crédito, al Consejo de la Reserva Federal de Estados Unidos¹² que entonces concentraba en sus arcas una cantidad muy importante de las reservas mundiales de oro. El británico estaba influido por el economista sueco Knut Wicksell que, en 1898, había propuesto el abandono del patrón oro y su sustitución por un patrón internacional de papel moneda.

Wicksell era un economista prácticamente desconocido en Gran Bretaña. Había publicado, en 1907, un artículo en lengua inglesa en el *Economic Journal* que fue lo que probablemente llevó a Keynes a hurgar en el resto de su obra.¹³ Pero no fue hasta 1930 cuando los economistas británicos se enteraron de que su teoría del interés era muy superior a lo que nos habían enseñado Marshall, Pigou, Taussig, Fisher o su compatriota Cassel.¹⁴ En 1898 Wicksell había escrito un libro que sería determinante. En él se hacía eco de la queja constante de ciertos sectores de la comunidad por los continuados descensos de los precios que habían registrado los países industrializados entre 1873 y 1896. La situación había comenzado a enderezarse a partir de este último año, gracias al notable aumento de la producción de oro iniciado en 1890 que, cuando escribió Wicksell, superaba en algo más del doble a la media de los veinte años anteriores.

Al economista sueco le preocupaba que el oro siguiera produciéndose en el futuro a la escala actual o a otra superior, porque si así fuera la elevación de los precios sería inevitable, salvo que se *suspendiera la libre acuñación del oro*, un primer paso para instaurar un patrón de valor ideal, un patrón internacional de

12. Keynes, J.M., ob. cit., p. 183.

13. Véase una versión española del artículo de Wicksell en el libro de reciente publicación. J.A. Aguirre (ed.) y J.B. Donges, *La Moneda del siglo Veinte y la Política Monetaria no Convencional*, ob. cit., pp. 135 y ss.

14. Keynes, J.M., *Tratado del Dinero* (1930), ed. abreviada, Aosta, Madrid, 1996, pp. 170 y ss. (Vol. V, *Collected Writings*, pp. 166 y ss.)

papel moneda.¹⁵ Bajo esta clase de patrón cada país emitiría sus propios billetes de banco (en régimen, claro está, de monopolio) que circularían exclusivamente dentro de sus límites jurisdiccionales. Entonces, cada sistema nacional de crédito estaría autorizado a regular su tipo de interés en relación y al unísono con el de los demás países, al objeto de lograr el equilibrio de la balanza de pagos y la estabilidad del nivel de precios.¹⁶

Sencillamente, la experiencia del siglo xx ha demostrado que esto es ilusorio. Solo con un sistema bancario unificado se puede llegar a eliminar lo que Robbins llamaba el problema de *transferencia monetaria*; es decir, que los pagos entre ciudadanos y empresas de distintos países produzcan los mismos efectos que se siguen de los que tienen lugar entre ciudadanos y empresas de un mismo país.¹⁷ Por lo que se refiere a la estabilidad del nivel de precios, ni siquiera se puede decir que este sea un objetivo deseable para una economía en crecimiento. Por el contrario, valdría la pena dejar que aumentaran cuando se producen descensos importantes de la productividad y al revés en caso de aumento.¹⁸ En cualquier caso, lo que importa para una eficiente asignación de recursos, por parte del *empresariado*, son los cambios de los precios relativos y no la estabilidad de un concepto estadístico como el nivel de precios, que suele inducir a confusión en muchas

15. Wicksell, K. (1898), *La Tasa de Interés y el Nivel de los Precios*, ed. Aosta, Madrid, 2000, pp. 271-2.

16. Wicksell, K., ob. cit., p. 272. Sobre la balanza de pagos, el comercio internacional y sus distintas interpretaciones a lo largo de la historia, es de gran interés el trabajo del profesor Francisco Cabrillo *El Nacimiento del Comercio Internacional*, ed. Espasa-Calpe, Madrid, 1991.

17. Véase, por ejemplo, el Apéndice a esta edición española.

18. Algunos piensan que el aumento secular de la productividad puede ser tratado de otra forma, porque siempre es más sencillo propiciar el aumento de los salarios reales, mediante la elevación de los monetarios que por medio del descenso de los precios. No obstante, bajo el patrón oro, se aplicó con éxito esta última forma.

ocasiones y así lo hizo en los años anteriores al hundimiento de la Bolsa de Nueva York en 1929 y ahora en los años previos a la Gran Recesión.

Entre 1873 y 1896, aunque los precios estaban descendiendo, los salarios reales habían estado aumentando y lo mismo se puede decir de la renta per cápita, de forma que aquel desgraciado periodo del que hablaban muchos fue un periodo de mejora indudable en el nivel de vida. El economista sueco, sin embargo, no se hacía ilusiones y limitaba el alcance que podíamos dar a la estabilidad del nivel de los precios. No vayamos a creer, nos decía, que la estabilización de los precios va a conseguir remontar la depresión que, durante más de veinte años, ha sido motivo constante de queja por parte de ciertos sectores de la comunidad. Esta depresión (1873-1896) tiene que ser considerada como una causa más que como un efecto de la caída de los precios.¹⁹

En otras palabras, el detener el descenso de los precios no nos libra de una depresión que se debe a causas que no son estrictamente monetarias. Él se estaba limitando a proponer una regla que, en lugar de la convertibilidad en oro, permitiera disciplinar la emisión de medios fiduciarios de pago. Pues bien, esto es lo pienso que ha fracasado aunque algunos países hayan mejorado relativamente aplicando con rigor esta regla. Hoy día no se entiende demasiado su preocupación por la inflación que pudiera desencadenar la extracción de oro y no la que podía llegar a ocasionar la emisión de papel moneda por un monopolista. Pero, además, es que ese monopolista no solo puede ocasionar una enorme inflación de medios de pago, sino que el sistema de intermediación financiera, tejido en torno suyo, ha terminado produciendo una inflación de *activos financieros tóxicos* con la que nadie había contado, hasta que vimos cómo paralizaba todo el mercado interbancario y destruía en masa puestos de trabajo.

19. Wicksell, K., ob. cit., p. 272.

El patrón oro propició, por tanto, un periodo de prosperidad, con descenso de los precios y aumento de las rentas reales. Keynes debería haber tenido esto en cuenta y no lo hizo. Su pretensión de prescindir de un patrón de valor internacional fue un error que los economistas posteriores repitieron y esto explica mucho de lo que sucedió a partir de entonces. El caso de España, que nunca se incorporó al patrón oro, es muy a tener en cuenta. En 1914, nuestro nivel de precios era muy similar al de 1860, sin necesidad de una política monetaria dirigida específicamente a estabilizar el nivel de los precios. Pues bien, como ha demostrado una investigación reciente (2007), esto fue posible porque la política de emisiones, de alguna manera, trataba de regirse conforme a los criterios que aconseja la convertibilidad metálica o, si se quiere, sin impedir descensos de precios cuando la productividad aumenta y viceversa.²⁰

La posición de Robbins era bastante diferente. Retornar a la paridad antigua (4,86 dólares por libra) hacía necesario bien una subida de precios en Estados Unidos o un descenso de los precios internos de Gran Bretaña. También podía llevarse a cabo una combinación de las dos cosas que estableciera una relación apropiada entre los precios y los costes de este país y los centros financieros que hacían utilización del oro como moneda de reserva. La devaluación de la libra esterlina, después de más de un siglo manteniendo su paridad metálica intacta, no hubiera exigido esta clase de ajustes, eludiendo el periodo de espera que necesitan y las dificultades que acarrea siempre la deflación monetaria, como consecuencia de la resistencia que ofrecen los salarios monetarios a descender. No obstante, sorprendentemente, la opción de una devaluación de la libra esterlina apenas se discutió.²¹

Dejando a un lado las razones sentimentales que, desde luego, jugarían su parte en aquella errónea decisión, todo indica que se

20. Véase el trabajo de Juan Castañeda Fernández citado en nota a pie de página 18.

21. Véase p. 155.

trataba de mantener, a toda costa, el prestigio de la City de Londres, que temía el momento en que el dólar pudiera llegar a asumir la función que la libra esterlina había mantenido durante más de cien años. Keynes parecía contentarse con mantener un área propia para la libra dentro de los países del antiguo Imperio Británico, prescindiendo de Canadá que, dada su proximidad a Estados Unidos, preferiría ligar su moneda al dólar. Robbins consideraba, no obstante, que si Gran Bretaña hubiera devaluado la libra en una cantidad no demasiado abultada en 1925, probablemente no se hubiera visto obligada a abandonar el patrón oro seis años más tarde. Tampoco se hubiera producido la reacción algo histérica de la Reserva Federal de Estados Unidos, cuando llevó a cabo la mayor subida del tipo de interés bancario de toda su historia, por temor a perder unas reservas de oro que Francia siempre daría por bienvenidas. El caso de este país merece una breve consideración.

En los años anteriores a la guerra se compraba con 25,22 francos una libra esterlina. Francia, al igual que el resto de los países beligerantes, abandonó el patrón oro al estallar el conflicto bélico. Sin embargo, al terminar la guerra la devaluación que había experimentado el franco francés era catastrófica. Es verdad que los precios franceses se habían multiplicado por algo más de tres, mientras que los británicos lo habían hecho en una cantidad inferior. Pero esto no justificaba que en el mercado de divisas se necesitaran 240,25 francos para comprar ahora una libra esterlina, un auténtico desastre.

En 1926 el gobierno francés, bajo la presidencia de Raymond Poincaré, llevó a cabo una reforma monetaria que situó la paridad de su moneda en 122,25 francos por libra, un tipo de cambio que, en opinión de casi todos, infravaloraba claramente la moneda francesa.²² Como resultado, las reservas de oro del Banco de Francia comenzaron a ascender de manera vertiginosa y

22. Niveau, M., ob. cit., pp. 254 y ss.

en 1928 Francia retornaba al patrón oro, pero no para ayudar a Gran Bretaña a mantener la cotización de la libra como había hecho tradicionalmente, por ausencia de alternativas. Francia, a medida que incrementaba sus reservas de oro, las esterilizaba para no presionar sus precios al alza²³ y, de cuando en cuando, exigía que los saldos a su favor en Londres se pagaran en oro, con lo que, de alguna manera, contribuyó al abandono de dicho patrón por Gran Bretaña. Esto ocasionó enormes pérdidas a muchos bancos centrales, incluido el francés y abrió un proceso de devaluaciones competitivas de las distintas monedas nacionales que arruinó el comercio mundial y retrasó la recuperación económica.

Probablemente, los dirigentes británicos valoraron mal el hecho de que Estados Unidos hubieran salido de la guerra como el primer acreedor mundial y Gran Bretaña era uno de sus principales deudores. En principio, Estados Unidos ayudaron a Gran Bretaña a retornar al patrón oro, pero su política monetaria era un tanto vacilante: en unas ocasiones esterilizaba las enormes entradas de oro que se producían en su economía y en otras no lo hacía. Al mismo tiempo, los banqueros de Nueva York aspiraban a que su moneda nacional adquiriese, en las finanzas internacionales, el prestigio necesario para extender sus actividades más allá de sus fronteras, como hacían los británicos y esto justifica la enorme cantidad de dólares que llegaron a invertir en las economías de los países derrotados, como el caso de Alemania y demás países

23. Conforme a las reglas del patrón oro clásico, las entradas y salidas de oro o divisas convertibles obligaba a las autoridades monetarias a aumentar o contraer el crédito bancario. Durante el periodo entre las dos grandes guerras europeas del siglo xx, Francia y Estados Unidos, que llegaron a concentrar los dos tercios de las reservas mundiales de oro, sin considerar las de Rusia, utilizaron distintos expedientes para impedir el aumento de su circulación fiduciaria. En general, hubo siempre una resistencia a contraer el crédito y esto acabó determinando el abandono de ese patrón monetario. Como veremos, Robbins exculpaba tanto a Francia como a Estados Unidos de las acusaciones de Keynes y una buena parte de la opinión pública británica. Véase Cap. V.

de la Europa Central. Esto acabó, naturalmente, volviéndose en contra de Estados Unidos. No obstante, tras este periodo de obligado aprendizaje, estaba claro que ese país intentaría sustituir a los británicos como banquero del mundo, a la primera ocasión que se le presentara.

Si el retorno al patrón oro de Gran Bretaña fue un desastre que luego reconocieron todos, su abandono no produjo un aumento considerable de las exportaciones británicas porque, como explica Robbins, el periodo de devaluaciones competitivas que siguió a aquel acontecimiento produjo una contracción, sin precedentes, del comercio mundial y de las inversiones internacionales a largo plazo. Todo ello a pesar de que la libra esterlina, en el año siguiente al abandono de aquel patrón monetario, se devaluó en un 25 %. Los países que permanecieron en el patrón oro aplicaron entonces toda clase de medidas proteccionistas, desde el aumento de los aranceles hasta el establecimiento de contingentes e incluso prohibiciones de importación, controles de cambio y acuerdos comerciales que impedían los intercambios entre naciones sobre bases multilaterales. Esto tuvo tanta o mayor importancia que los errores que pudiera haber cometido la Reserva Federal en su gestión de la política monetaria y que Robbins reconocía no con el lujo de unas informaciones estadísticas que entonces no estaban disponibles y que, mucho más tarde, permitieron a Friedman y Schwartz esclarecer mucho las cosas.

IV

EL CASO DE LOS ESTADOS UNIDOS

Como explicamos antes, la mayoría de los economistas pensaban que era necesario detener aquellos descensos desorbitados que registraban los precios. El problema era cómo hacerlo, cuando las autoridades de la Reserva Federal estaban persuadidas de

que su auténtica tarea era contener y no ayudar a reavivar aquella manía especulativa que se había apoderado de los mercados de activos mobiliarios e inmobiliarios.

Pero había, además, otra circunstancia de la que me temo solo somos conscientes ahora, cuando nos hemos visto obligados a aplicar lo que algunos llaman *las políticas monetarias no convencionales* y que son, más bien, unas medidas de emergencia adoptadas por la Reserva Federal de Estados Unidos e imitadas luego por el resto de bancos centrales, para hacer frente a algo que les había pasado inadvertido, la incubación, a través de un largo proceso, de lo que hoy llamamos un *sistema bancario en la sombra* y que, en un momento determinado, paralizó los mercados interbancarios en las principales economías industrializadas del mundo.²⁴

En aquellos años, entre el mes de agosto de 1929 y el mismo mes de 1932, los precios al por mayor en Estados Unidos habían descendido en torno a un tercio y la *base monetaria* del sistema había permanecido prácticamente estable. Se había producido una caída inesperada en el *multiplicador del crédito bancario* y así iba a ser muy difícil invertir el curso de los precios. El desconcierto era enorme y ni la decisión de la Administración Hoover de llevar a cabo la mayor subida del tipo de interés bancario a corto plazo de toda la breve historia de la Reserva Federal, en octubre de 1931, ni la posterior decisión de la Administración Roosevelt de abandonar el patrón oro en 1933, parecían comprender lo que estaba sucediendo. Algo muy parecido a lo que ha sucedido ahora cuando Ben Bernanke, al frente de la Reserva Federal, tuvo que acudir precipitadamente al Congreso de Estados Unidos y pedir autorización para poder inyectar en el sistema una cantidad de dólares fiduciarios nunca vista.

24. Sobre el desarrollo y prácticas del sistema bancario en la sombra, véase, por ejemplo, J.A. Aguirre y J. Castañeda Fernández, *Una Crisis Económica Sorprendente, 2007-2012*, ed. Aosta, Madrid, 2012, Cap. I.

Está claro que el empecinamiento de Keynes en imponer un patrón fiduciario por un lado y de otra parte la actitud de la City de hacer frente a la entonces incipiente competencia del dólar como moneda internacional, le hicieron a la economía mundial un flaco favor. Más les hubiera valido la pena indagar en las razones por las cuales se había producido aquel descenso inesperado del multiplicador del crédito bancario, como se ha vuelto a producir en nuestros días, sin que nadie parezca haber tomado conciencia de lo que esto supone para los que siguen creyendo en la idea de *planificar* la oferta de medios de pago de una economía.

Keynes propuso entonces un amplio programa de obras públicas para salir de la depresión al que se oponía el Tesoro Británico y en julio de 1931 se presentaba en Chicago con su *Tratado del Dinero*, que acababa de publicarse a finales del año anterior, bajo el brazo. Su objetivo era explicar aquel descalabro que mantenía desconcertados a todos, sugerir remedios y acorralar a sus adversarios (Robbins y Hayek) que, al año siguiente, enviaron allí a un joven Haberler para exponer su postura.²⁵ En la primera de aquellas conferencias, su fácil prosa nos regalaba una brillantísima descripción del auge de los negocios que se produjo en casi todo el mundo industrializado durante la década de los años veinte, una época de prosperidad de los negocios de la que ciertamente no había podido disfrutar Gran Bretaña, atrapada en un proceso de reconversión industrial que el retorno al patrón oro, con su moneda sobrevalorada, efectivamente no facilitaba.

Según Keynes, la principal característica de aquel periodo de prosperidad en los negocios había sido «la extraordinaria disposición a pedir prestado dinero a tipos de interés *muy altos* para llevar a cabo inversiones reales, tipos extravagantemente elevados

25. Una versión española de la conferencia que diera Haberler en Chicago en 1932 la puede encontrar el lector en un libro de publicación reciente: véase J.A. Aguirre (editor) y J.B. Donges, *La Moneda del Siglo Veinte y la Política Monetaria no Convencional*, ob. cit., pp. 149 a 174.

para los patrones que rigieron antes de la guerra y que nunca en la historia del mundo se habían devengado».²⁶ Con esta declaración, de la que no ofrecía demasiados datos, se pretendía desacreditar a quienes sostenían que el sistema bancario había practicado una deliberada reducción del tipo de interés de sus créditos, desencadenando un auge inflacionista.

Él, por el contrario, sostenía que el auge de los negocios anterior al colapso de la economía en 1929 se había financiado cómodamente con el ahorro voluntario que facilitaban los elevados intereses pagados a los depositantes. Nada mejor que sus propias palabras para expresarlo: «Me inclino a sostener que la parte desempeñada por la inflación fue sorprendentemente pequeña y que los ahorros, en buena medida, se mantuvieron en línea con la inversión, cosa que confirman los índices disponibles. Esto no prueba que no hubiera alguna inflación, porque no tenemos índices apropiados de los precios de los bienes de consumo (...) y porque en el periodo se registraron aumentos rápidos de la eficiencia productiva».²⁷ Se ponía, de este modo, a cubierto de lo que Robbins y Hayek venían afirmando sobre la regla de estabilizar el nivel de los precios que había impedido que descendieran cuando lo hacían también los costes unitarios, ocasionando lo que ellos llamaban una *inflación relativa*.²⁸

Dicho esto, parecía llegado el momento de explicar las razones de un aumento tan extraordinario de la *tasa natural de interés* y de

26. Keynes, J.M., «The Originating Causes of World Unemployment», Collected Writings, Vol. XIII, p. 345 (Las cursivas son mías).

27. Keynes, J.M., ob. cit., p. 348.

28. Selgin, G., *Less Than Zero. The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, IEA, Londres, 1997. En un sistema bancario descentralizado, el equilibrio monetario no exige la estabilidad del nivel de precios y, si otras causas no lo impiden, estos descienden a medida que lo hacen los costes unitarios y viceversa. Robbins no tenía una posición definida sobre la descentralización de la reserva bancaria, como veremos más adelante y Selgin no lo cita entre los partidarios de la aplicación de una regla de productividad (Véase p. 13) aunque ciertamente se había alineado con Hayek.

la reacción instantánea de los bancos de aquel país, aumentando el tipo de interés de sus créditos y depósitos, así como el desplome repentino de aquella misma tasa que nadie supo anticipar. Sorprendentemente, nada de esto fue objeto de consideración por parte de Keynes. Se limitó a señalar que la Reserva Federal, a la vista de la especulación que animaba las cotizaciones en la Bolsa de Nueva York decidió, a comienzos de 1928, aumentar el tipo de interés bancario y dejarlo situado, seis meses después, en el 5 %. La cosa ya no tenía remedio y ahora se trataba de recuperar la economía que se había derrumbado con acciones rápidas y urgentes, en contra de la posición austriaca (ciertamente poco afortunada) que sugería esperar a que las inversiones erróneas emprendidas durante el auge anterior quedaran definitivamente liquidadas.

La clave la tenía el Sistema de la Reserva Federal que, al reducir el tipo de interés para estimular la inversión y aumentar la oferta de dinero bancario, permitiría elevar los precios de los bienes de consumo y, sin que los costes se elevaran al mismo tiempo, conseguiría un aumento en lo que él llamaba el *beneficio macroeconómico de los empresarios*.

Aquellos que no hayan manejado nunca la primera de las ecuaciones fundamentales de su *Tratado del Dinero* no entenderán en qué puede consistir un beneficio que ningún empresario acabaría de reconocer en sus balances. Pero el efecto que pretendía causar con ello en el auditorio ya estaba conseguido. Para poder salir de la depresión bastaba con aumentar el beneficio de los empresarios, elevando los precios y contando con que los salarios no experimentaran aumentos y los que se pudieran producir fueran por detrás del aumento de los precios, lo que, en su peculiar terminología, denominaba una «inflación de beneficios».²⁹

29. La primera de las ecuaciones fundamentales de Keynes era la siguiente: $P = E / O + (I' - S) / R$.

Para no complicar al lector digamos simplemente que P es el nivel de precios de los bienes de consumo. Si suponemos que los costes permanecen constantes, entonces

Probablemente, quienes han presenciado en nuestros días las dificultades con las que tropiezan los bancos privados con el tipo de interés de sus bancos centrales a nivel nulo y ocupados en resarcirse de las deudas acumuladas por unos prestatarios al borde de la ruina, podrán apreciar hasta qué punto aquel persuasivo economista estaba embaucando a su auditorio.

En la tercera de aquellas conferencias, Keynes insistiría en que lo que necesitamos para una rápida recuperación era reducir drásticamente el tipo de interés a largo plazo y no tratar de reducir los costes y, en especial, los salarios monetarios, como algunos habían recomendado. Entre ellos, desde luego, no se encontraba Robbins: «Sería un error afirmar que las enormes tasas de paro laboral se deben, esencialmente, a que los salarios monetarios han sido llevados a niveles que se encuentran muy por encima de lo que resulta compatible con lo que sería una tasa de paro normal (...). No obstante, en general se puede decir que una mayor flexibilidad de los salarios reduciría considerablemente el desempleo». ³⁰ Una cosa es denunciar la creciente inflexibilidad de precios y salarios para adaptarse a los cambios tecnológicos y otra muy diferente recomendar el descenso generalizado de los salarios monetarios para salir de la depresión y esto, es lo que no hacía Robbins.

Keynes cerraba su intervención volviendo a insistir en la necesidad de aumentar el gasto público en infraestructuras, confiando al banco central la tarea de reducir el tipo de interés a largo plazo o, lo que es lo mismo, aumentar el precio de los valores de renta

el sumando clave de la ecuación es el segundo, donde la variable decisiva es el coste de la inversión (I'). La diferencia entre I' y S (ahorro total de la economía) es a lo que Keynes llamaba el *beneficio macroeconómico inesperado de los empresarios*. Si esa diferencia es nula, el nivel de precios de los bienes de consumo, a constancia de todo lo demás, es estable. Pues bien, en 1931 los precios habrían descendido con fuerza porque lo había hecho la inversión. Si conseguíamos aumentarla por encima del ahorro, bajando los tipos de interés, los precios subirían y los negocios volverían a prosperar siempre que los costes fueran a remolque.

30. Véase pp. 271-272.

fija comprándolos en el mercado y disminuyendo el atractivo de los depósitos bancarios, reduciendo el tipo de interés que devengaban. Faltaban pocos meses para que Gran Bretaña abandonara definitivamente el patrón oro y se replegara a sus dominios, con objeto de tratar de mantener el papel internacional que había venido desempeñando la libra esterlina. Ciertamente Keynes no derramaría una sola lágrima, era lo que había estado esperando desde siempre, con objeto de tener las manos libres para aumentar el gasto público y sin preocuparse de las consecuencias que se seguirían al prescindir de un patrón de valor internacional.

V

EL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL

De todo lo dicho hasta ahora se deduce, con bastante claridad, que el desconcierto de los economistas ante los hechos que se sucedieron, a raíz del hundimiento de las cotizaciones de la Bolsa de Nueva York en 1929, era enorme. Cuando Keynes, en 1936, escribió su *Teoría General*, se refirió al hecho de las profundas diferencias de opinión entre los economistas que habían terminado por destruir cualquier influencia de la teoría económica en los asuntos que conciernen a la práctica de la política económica.³¹ Las diferencias de opinión subsisten hoy, pero cuando el *sistema bancario en la sombra* puso en peligro la supervivencia del sistema de intermediación financiera de Estados Unidos, en el 2008, fue Ben Bernanke, entonces al frente de la Reserva Federal, quien tomó la iniciativa de no volver a cometer los errores que Milton Friedman y Anna Schwartz habían señalado como la causa principal de aquella Gran Depresión.

En 1963, treinta años después del mayor pánico bancario en la historia de Estados Unidos, Friedman y Schwartz dieron a

31. Véase el prólogo de su *Teoría General*, edición española, Ed. Aosta, 1998.

conocer los resultados de una investigación que abarcaba desde el final de la Guerra Civil de Estados Unidos en 1864 hasta 1960. Sus conclusiones fueron aceptadas por una importante mayoría de economistas, lo que les proporcionaría una considerable reputación y esto tuvo una influencia determinante en las decisiones que se vio obligado a tomar Bernanke al frente de la Reserva Federal, en nuestros días.³²

El hallazgo más celebrado de aquella investigación fue su afirmación de que una breve recesión de la economía, en 1929, se convirtió en una profunda y prolongada Gran Depresión como resultado de los errores cometidos en su gestión monetaria por el Sistema de la Reserva Federal, que no fue capaz de aumentar la base monetaria del sistema, con objeto de impedir la contracción del dinero bancario en circulación en más de un tercio entre 1929 y 1933, algo de lo que no había precedente alguno en la historia.

El segundo de los hallazgos de aquella investigación, también muy celebrado, apuntaba a aquellos países que, por distintas razones, no estuvieron condicionados por el freno que imponía el patrón oro a la ampliación del crédito bancario y que experimentaron reducciones de la producción y de los precios, inferiores a las que padecieron los que continuaron adheridos a aquel patrón monetario. Una conclusión que confirmaba a Milton Friedman su tesis de que los acuerdos de Bretton Woods, que restablecían el patrón oro con un sistema de tipos de cambio ajustables, eran el mayor error de la política económica internacional posterior a la guerra.³³

32. Véase la conferencia que ofreció Bernanke en la Universidad de Chicago el 8 de noviembre del 2002 con ocasión del noventa aniversario del nacimiento de Milton Friedman, incluida en *The Great Contraction 1929-33*, Princeton University Press, pp. 227 y ss. En sus conclusiones (p. 247) Bernanke proclamaba que no volverían a cometer ese error, cosa que resultó premonitoria.

33. Friedman, M., *Ensayos de Economía Positiva*, ed. Gredos, Madrid, 1967. En esta colección (pp. 151 y ss.) se incluye su artículo de 1953, donde defiende el sistema

El tercero de los hallazgos es menos conocido y no ha sido muy celebrado; diría incluso que se ha olvidado. Friedman y Schwartz sostenían que la creación del Sistema de la Reserva Federal, en 1913, no había servido para dar respuesta adecuada a los pánicos bancarios, una de las razones principales que impulsaron su creación. Hasta entonces, según los autores de la investigación, la solución dada a esos pánicos fue mucho más efectiva, porque eran los propios bancos privados, a través de las Cámaras de Compensación Bancaria, los que se encargaban de hacer frente al problema, evitando así que el pánico acabara arrastrando a todos. En otras palabras, los bancos privados, antes del establecimiento de la Reserva Federal, tenían un *incentivo* muy poderoso que los llevaba a actuar con extrema rapidez. Pero ese incentivo acabó desapareciendo cuando los bancos más grandes, los que hoy llamaríamos *sistémicos*, pensaron que aquel banco del Gobierno era un excelente invento que siempre acudiría en su ayuda y que les servía, a la vez, para eliminar la molesta competencia de los bancos más pequeños.

En resumen, Friedman y Schwartz llegaban a la sorprendente conclusión de que la Gran Depresión de comienzos de la década de los años treinta del siglo pasado, en ausencia de la Reserva Federal, no hubiera sido ni tan profunda ni tan prolongada, confirmando una de las conclusiones a las que había llegado una de las primeras mujeres economistas, Vera C. Smith, en 1936 y que dice así: «Contemplando ahora la estructura y circunstancias que rodearon la fundación del Sistema de la Reserva Federal, todo parece indicar que muchos y quizá la mayoría de los defectos del sistema americano, podían haberse remediado de forma distinta. No era la ausencia de un banco central la causa del mal (...) de modo que algunos defectos de naturaleza básica

de tipos de cambio flexibles como mecanismo fundamental de ajuste del comercio internacional.

que tenía el sistema bancario norteamericano, en modo alguno podían ser superados por el sistema de la Reserva Federal».³⁴

Sorprende, en verdad, que ambos no insistieran luego en este punto de su investigación, sobre el que tendremos la oportunidad de ver lo que había dicho Robbins, conocedor de la investigación de Vera Smith, cuya tesis doctoral había supervisado Hayek en la London School of Economics en los años treinta del siglo pasado y de la que nadie volvió a acordarse hasta que Leland B. Yeager la rescató del olvido con una segunda edición, en 1990.

VI

LA INESTABILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO

Como es bien sabido, la Reserva Federal vacilaba entre seguir orientado su política monetaria conforme a las reglas del patrón oro o terminar adoptando la regla de estabilizar el nivel de los precios. Eran dos reglas antagónicas y los resultados no podían ser buenos. En ocasiones, se esterilizaban las entradas de oro que se estaban produciendo en aquel país y esto lo esgrimía Keynes para acusar a los Estado Unidos de estar violando las reglas del patrón oro, en perjuicio de Gran Bretaña. Pero era el caso que este país tampoco parecía muy dispuesto a aplicarlas en la parte que le correspondía.

Robbins se refirió a este problema, con cierta extensión, al examinar las condiciones para la recuperación de la economía a escala mundial y conseguir la eliminación de las «devaluaciones competitivas» entre las monedas nacionales. Coincidió con Keynes en que la primera condición para la pronta recuperación de la economía era el restablecimiento de la confianza de los inversores

34. Smith Vera, C., *Fundamentos de la Banca Central*, 1936, ed. española Unión Editorial-Ediciones Aosta, Madrid, 1993, p. 184.

pero, en su opinión, esto no era posible en tanto que algunos países intentaran hacerse con una parte del mercado, infravalorando descaradamente sus monedas nacionales.

En Gran Bretaña se decía a menudo que la condición previa para la estabilización de los tipos de cambio era el retorno a los niveles de precios de 1926. Ciertamente, los niveles de precios posteriores al colapso de la economía no eran la guía más apropiada para una estabilización de los tipos de cambio, pero el retorno a los niveles de 1926 era, a todas luces, un objetivo extravagante. Bastaría solo considerar que el nivel de los precios mayoristas en Gran Bretaña había caído, en 1933, en torno a un 30 % respecto a los niveles de 1926. En plena depresión y a la vista de lo que ha sucedido hoy con las llamadas *políticas monetarias no convencionales*, no parece que el Banco de Inglaterra hubiera podido conseguirlo, salvo disponiéndose a poner en marcha lo que alguien ha llamado, hoy día, su particular *helicóptero monetario*.

Lo que Robbins proponía era impedir las manipulaciones de los tipos de cambio de las monedas nacionales que daban lugar a numerosas fluctuaciones responsables, entre otras cosas, de una contracción del comercio internacional que no tenía precedentes en la historia reciente y era de una gran importancia para su país. Se necesitaba, nos decía, un mecanismo que permitiera aproximarnos al ideal de que los pagos entre empresas y personas de distintos países tuvieran los mismos efectos sobre los precios que los pagos entre empresas y personas de un mismo país.³⁵

Naturalmente, esto no era practicable en un mundo en el que, al grito de «sálvese quien pueda», los Estados nacionales estaban fraccionando el espacio monetario construyendo unos sistemas nacionales de crédito bien protegidos, para lo cual habían echado mano de la idea, no validada por la experiencia, de la estabilización

35. Véase p. 251. Este objetivo nunca se expuso con la claridad de la que hace gala aquí Robbins y debería ser objeto de una mayor atención de la que ha recibido.

del nivel general de los precios de los bienes al consumo, al que hoy siguen acudiendo sin tener en cuenta lo que parecía estar muy claro para Robbins:

«La política de estabilizar el nivel de precios al consumo e ignorar el resto de movimientos es una trampa y una decepción. Fue esta política, junto a la de impedir los efectos que tienen los movimientos de oro (...) la responsable, en buena medida, de la catástrofe de 1929. En muchas ocasiones, durante los años del auge de los negocios, muchos que deberían haber sabido lo que decían nos aseguraron que el ciclo de los negocios había sido eliminado porque, mientras el nivel de los precios al consumo no subiera, no había que temer los excesos de la expansión y el auge que registraban los mercados de valores y los inmobiliarios».³⁶

Esto nos sonará hoy muy familiar, pero han transcurrido desde entonces más de ochenta años. Es más, los expertos consideraban no solo que el ciclo de los negocios había sido eliminado, sino que un patrón de papel moneda nacional y fiduciario permitiría: 1) aislar la nación de las fluctuaciones de los negocios que se generasen más allá de las fronteras nacionales y 2) evitar las tensiones deflacionistas que derivaban de un patrón monetario basado en los caprichos de la producción y los cambios en la tecnología de la extracción y el tratamiento del mineral de oro.

La primera de las ventajas esgrimidas ni entonces ni mucho menos ahora resulta convincente y por lo que hace a la segunda, ciertamente había que proceder con más cautela y rigor, a la hora de afirmar que el patrón oro era el responsable de las tendencias deflacionarias que se habían desatado. En este punto habría que considerar las circunstancias del desequilibrio interno que padecía la economía de Gran Bretaña y que eran muy distintas de lo que estaba sucediendo en Estados Unidos. La crisis de 1929

36. Véase p. 257.

había dado lugar, es verdad, a una contracción de la oferta de dinero bancario en Estados Unidos que no tenía precedentes en la historia. Sin embargo, en Gran Bretaña no se produjo una crisis bancaria como la de Estados Unidos y tampoco hubo semejante contracción monetaria.

Los problemas de Gran Bretaña eran los propios de un país que necesitaba una reconversión industrial a fondo y, probablemente, si hubiera devaluado la libra esterlina antes de retornar al patrón oro, esa reconversión se hubiera llevado a cabo sin verse obstaculizada por la conocida rigidez a la baja de los salarios monetarios. Pero Keynes nunca contempló esta posibilidad y difundió, por todo el mundo, la idea de que el patrón oro genera en la economía mundial tensiones deflacionistas.

Ciertamente, una buena parte del tiempo durante el que estuvo vigente ese patrón monetario, entre 1873 y 1896, los precios estuvieron descendiendo, pero se olvida que la renta per cápita no hizo otra cosa que crecer a buen ritmo. Fue una época de crecimiento constante de la productividad y, puesto que a nadie se le ocurrió practicar una política monetaria destinada a estabilizar el nivel de los precios, los salarios reales estuvieron creciendo sin parar. Es decir, el patrón oro no generó tensión deflacionista alguna, ni ocasionó problemas de desempleo masivo. Si en el periodo entre las dos guerras mundiales del siglo xx no resultó así, fue porque la política monetaria no sabía a qué atenerse y los dos principales centros financieros anduvieron a la deriva y, por qué no decirlo, tratando de imponerse el uno al otro. Si no hubiera sido así no se explica cómo Gran Bretaña retornó al patrón oro a la paridad histórica de su moneda y con la ayuda, precisamente, de Estados Unidos.

Como destaca Robbins: «Es absolutamente claro que la rigidez de ciertos costes (salarios monetarios) ... ha sido uno de los grandes obstáculos al funcionamiento de un patrón monetario internacional. Está también claro que, en el futuro, esto puede

dar lugar a la aparición de dificultades. Un sistema que pudiera eliminarlas sin ocasionar, al mismo tiempo, desventajas equivalentes sería muy recomendable... Para poder considerar el objetivo que se persigue al disponer de un sistema monetario independiente, es importante no atribuir un peso indebido al resultado que se promete adoptando esta clase de sistema. *Si las condiciones fundamentales del comercio internacional llevan a un empeoramiento en nuestra relación real de intercambio con otros países no hay poder alguno en el mundo que impida la reducción de nuestras rentas reales o el paro que esto pueda ocasionar*».³⁷

Gran Bretaña estaba sufriendo las consecuencias inevitables del aumento de la competencia en los mercados internacionales, como resultado de la industrialización de un número creciente de países. Esto ya era perceptible antes de que estallase la guerra y su industria tenía que hacer frente a un reto con el que no había estado acostumbrada a enfrentarse y que ahora se veía recrudecido. No tenía que practicar una reducción generalizada de sus salarios monetarios, como alegaba un economista demasiado insular como era Keynes, sino afrontar el reto de una profunda reconversión industrial. A la postre, bien podía haber devaluado la libra esterlina porque una o dos veces, en todo un siglo, es algo que puede hacerse, en lugar de demoler la existencia de un *patrón de valor internacional* con sofismas como el de sus efectos deflacionarios.

De alguna forma, en los años setenta del siglo pasado y en ausencia de un patrón de valor internacional, pudimos comprobar cuáles son los efectos de prescindir del mismo. En este caso, la decisión de los países productores de petróleo de imponer, en todo el mundo, un aumento salvaje del precio de esta materia

37. Véase pp. 261, 302 y ss. (las itálicas son mías). «Relación real de intercambio» es la expresión técnica que utilizamos los economistas para referirnos a la relación existente entre los precios de los productos que exporta un país y los que se ve obligado a pagar por sus importaciones.

prima significaba un empeoramiento de *la relación real de intercambio* en los países importadores que reducía forzosamente sus rentas reales. Nadie quiso reconocerlo y el resultado fue un aumento de la inflación que primero acabó con la famosa síntesis teórica que habían hecho los seguidores de Keynes de su teoría del empleo y luego obligó a la Reserva Federal y al resto de bancos centrales afectados, a tener que doblegar las expectativas inflacionistas generadas. Estas son las consecuencias de desconocer la naturaleza real del problema que nos planteaban aquellos países y que la flexibilidad del tipo de cambio no podía resolver.

A este problema Robbins dedicaría un análisis más detallado tres años después de publicar su libro sobre la Gran Depresión, aunque en esta obra ofrecía ya pistas suficientes para que el lector pudiera tomar conciencia de su importancia. Desafortunadamente su aportación no suscitó el interés de casi nadie, como veremos a continuación. Keynes se había ocupado hábilmente de convencer a todos de las consecuencias deflacionarias que tiene la existencia de un patrón de valor internacional.³⁸

VII EL NACIONALISMO MONETARIO

Este es un tema olvidado por la teoría económica porque ninguna de las reacciones que se produjeron, a raíz de la utilización de las ideas de Keynes por sus seguidores, lo tuvo en cuenta. Hayek (1937) había impartido en Ginebra unas conferencias en el Instituto de Estudios Internacionales en las que abordaba esta cuestión y que pasaron también completamente desapercibidas. Robbins había publicado, aquel mismo año, un libro poco leído que, en

38. Véase Apéndice a esta edición.

uno de sus capítulos, analizaba esta cuestión. En su *Autobiografía*, donde sometió su obra a una crítica muy exigente, salvaba de la quema precisamente ese capítulo.³⁹

El economista británico, aún consciente de la imposibilidad de retornar al patrón oro en aquellas convulsas circunstancias, seguía considerando la imperiosa necesidad de un patrón de valor internacional y destacaba cómo, a lo largo del siglo XIX, habíamos llegado bastante lejos en el camino que lleva a este objetivo pero, en el siglo XX, habíamos hecho exactamente lo contrario. En efecto, los economistas habían empezado a barajar la idea de controlar los elementos fiduciarios que se habían introducido en el sistema monetario, tratando de estabilizar el nivel de los precios internos y dejando que los tipos de cambio fluctuaran.

Cuando a raíz de las crisis energéticas de los años setenta del siglo pasado se produjeron tasas de inflación de precios de dos dígitos, los economistas parecieron replantearse la cuestión del patrón de valor y, en 1984, el NBER reunió en Estados Unidos a más de cincuenta académicos de gran reputación para analizar el tema del patrón oro clásico desde 1821 a 1931, la fecha en la que Gran Bretaña lo abandonó y se replegó, dentro de su Imperio, para tratar de seguir manteniendo un patrón monetario, con la libra esterlina como moneda de reserva internacional.

Lo más llamativo de aquella docta reunión fue que en los exhaustivos y valiosos trabajos que se presentaron no hay alusión alguna a la función que debe cubrir un patrón de valor internacional. En el fondo, la conclusión a la que llega quien tuviera la paciencia de leer las más de seiscientas páginas del volumen que se publicó a

39. El librito de Hayek se reimprimió cincuenta años después y, cuando tuve conocimiento de su existencia, promoví una edición española del mismo. Más adelante, el profesor Lorenzo Infantino, de la Universidad LUISS de Roma, me habló del libro de Robbins *Economic Planning and International Order*. En el Apéndice encontrará el lector una versión española del Cap. X de este libro que trata de la importancia de tener un patrón internacional de valor.

continuación, era la de que el patrón oro clásico fue un accidente histórico.⁴⁰

El lector probablemente tendrá formada su propia opinión al respecto pero, en cualquier caso, no se puede eludir la cuestión de la función que debe cubrir un patrón monetario común. Esta función no es otra que la de aproximar el sistema monetario internacional a lo que resultaría si una moneda, común a todos, fuera la que circulara por las distintas naciones. Pues bien, este era el planteamiento de Robbins. Con una moneda así, cuando el deudor cancela su deuda con el acreedor disminuye la cantidad de dinero disponible para el primero y aumenta la del otro. No creo que a nadie se le ocurriera decir que este movimiento puede desencadenar tensiones deflacionistas, pero esto es lo que se dijo entonces y se sigue diciendo ahora.

Cuando el Estado se atribuye el privilegio de emitir un papel moneda y darle curso legal forzoso, las cosas varían sustancialmente porque, a escala interna, se observa escrupulosamente el principio anterior pero, a escala internacional, se fracciona el espacio monetario, se crean sistemas nacionales bancarios fuertemente protegidos y se incumple, una y otra vez, aquel principio. Es como si el deudor se atribuyera el derecho de pagar al acreedor con la moneda que le pareciera apropiada y este tuviera que acabar aceptándola. No cabe la menor duda de que esto, a largo plazo, acabaría conduciendo a niveles de endeudamiento que resultan insostenibles y es lo que ha sucedido.

Cuando Keynes escribió su *Tratado del Dinero*, en 1930, tuvo buen cuidado desde el inicio de su obra en afirmar el privilegio del Estado nacional a la hora de definir el papel moneda en el que cabe liberar las deudas y esto acabaría siendo un incentivo permanente al endeudamiento a todos los niveles. No necesitamos

40. Bordo, M. y Schwartz, A. (eds.), *A Retrospective of Classical Gold Standard 1821-1931*, The Chicago University Press, 1984.

un patrón de valor internacional y vale la pena volver a repasar las razones que esgrimía el economista británico y que todos terminarían aceptando.

En lo que se refiere al comercio exterior, nos dice, resulta muy conveniente disponer de una referencia cierta en cuanto al tipo de cambio, pero este es un riesgo que se puede cubrir perfectamente en los mercados de futuros. Sin embargo, cuando examinamos el caso de las transacciones de capital, las ventajas de unos tipos de cambio fijos son muy grandes. Si queremos un alto grado de movilidad del capital, tanto a largo como a corto plazo, entonces no hay duda de que los tipos de cambio deberían ser fijos, como lo son con un patrón de valor internacional. No obstante, adoptar esa clase de patrón para disponer de una extrema movilidad del capital, cuando los restantes elementos del sistema económico son extremadamente rígidos, es bastante inconveniente.⁴¹ Veamos pues cuál era el argumento de Robbins a este alegato de su colega británico.

Los defensores del nacionalismo monetario, nos dice, no negarían nunca la necesidad que tienen de variar las rentas monetarias de los factores empleados en un determinado sector económico o territorio, como consecuencia de los cambios que se producen en la demanda de sus productos. Algunas rentas monetarias, como es el caso de los salarios, son especialmente resistentes a la baja y esa variación relativa de la demanda de los productos de una industria o de todo un territorio puede destruir empleos y dar lugar a una depresión. Si ese desplazamiento adverso de la demanda llegara a afectar al empleo de toda una nación, el asunto sería extremadamente grave y es en este punto concreto donde los nacionalistas monetarios intentan *embaucarnos* con la idea de una moneda nacional, cuya cantidad podamos aumentar

41. Keynes, J.M., *Treatise of Money*, ob. cit., Vol. II, pp. 297 y ss. edición inglesa. Véase edición abreviada española, *Tratado del Dinero*, ed. Aosta, p. 394.

o disminuir según convenga, para dar solución al problema del desempleo que genera la resistencia de los salarios monetarios a descender.⁴²

En 1870, más del 30 % de la producción industrial de todo el mundo correspondía a la actividad desarrollada por las empresas británicas y después de la Primera Guerra Mundial ese porcentaje había quedado reducido a la tercera parte. Los textiles eran una industria en declive y el sector en expansión era el de los bienes de equipo, donde Estados Unidos llevaba la primacía. La industria británica del algodón hacía frente a una competencia cada vez mayor de chinos, japoneses e hindúes y la producción de fibras artificiales lo invadía todo. La industria del carbón tenía que soportar la competencia de los productos petrolíferos y la que planteaban las minas polacas y alemanas.⁴³ En definitiva, Gran Bretaña se enfrentaba a un serio problema de reconversión en su industria para poder hacer frente a la competencia creciente en los mercados internacionales. No podía seguir manteniendo la paridad histórica de su moneda cuando las condiciones que la rodeaban habían cambiado radicalmente.

Después de haber sido el taller del mundo ya no lo era y tenía que aprender a adaptarse a estos cambios. Pero ese proceso de reconversión no era razón suficiente para demoler la idea de un *patrón común de valor*, como decidió hacer Keynes. Esto, en buena medida, era la consecuencia de construir argumentos en términos de agregados económicos que nos ocultan la mitad de la realidad. Probablemente no hubiera hecho falta una devaluación extraordinaria de la libra esterlina. Al fin y al cabo, una devaluación de la libra en todo un siglo es algo que se podían permitir. Es más, no se trataba de reducir los salarios monetarios, sino de dotarse de una estructura de relaciones laborales

42. Véase p. 302.

43. Niveau, M., ob. cit. p. 251.

que permitiera la adaptación de la industria a los cambios que, con mucha frecuencia, se producen. Flexibilidad laboral es lo que se precisa y, si se hace lo contrario, lo que resulta es el anquilosamiento insostenible de la actividad industrial.

Pues bien, John Maynard Keynes, no contento con la línea de argumentación que había utilizado para difundir por todo el mundo la idea de que no necesitamos un patrón de valor internacional, añadía lo siguiente: «Además, hay un obstáculo adicional, la actitud de Estados Unidos. Este país, debido a sus inmensas reservas de oro, está en condiciones de combinar las ventajas de una moneda nacional e internacional a un tiempo y esto viene acompañado de una enorme prevención y recelo a la hora de ceder su poder a un organismo internacional».⁴⁴ Gran Bretaña había combinado hasta entonces esas ventajas y no se entiende demasiado la razón por la cual Estados Unidos debían ceder ese poder a una institución internacional, salvo que Keynes pensara que los financieros de aquel país carecían de la experiencia de los británicos que lo habían mantenido con unas reservas de oro no muy elevadas.

Ciertamente, no solo era necesaria la voluntad política de interrumpir la senda que nos estaba llevando irremediablemente a un patrón nacional y fiduciario, era necesaria también una distribución de las reservas de oro distinta a la existente y probablemente Estados Unidos no estaba dispuesto a favorecerlo. Keynes, en su *Tratado de la Reforma Monetaria* de 1923, ya les había acusado de estar acumulando unas reservas de oro innecesarias, pagándolo por encima de su precio de mercado.⁴⁵ Y ahora pensaba que tendríamos que conformarnos, de momento, con un sistema de tipos de cambio flotantes, antes de volver a fijar los tipos de cambio en el seno de un sistema gestionado por una

44. Keynes, J.M., *Treatise of Money*, ob. cit., Vol. II, p. 301 (edición española, ob. cit., 397).

45. Keynes, J.M., *Tratado de la Reforma Monetaria*, ob. cit., p. 200.

institución internacional.⁴⁶ Estábamos y seguimos estando muy lejos de alcanzar este objetivo. Es más, probablemente valga la pena explorar otras opciones.

Estados Unidos, al término de la Segunda Guerra Mundial, impuso un sistema de patrón oro con el dólar como moneda de reserva internacional y un sistema de tipos de cambio ajustables, una idea que ya se barajaba en los años treinta y que no parecía satisfacer demasiado a Robbins. En efecto, el joven economista británico pensaba que, tras un periodo de transición, los tipos de cambio de las monedas nacionales deberían ser fijados con vocación de permanencia porque, de esta manera, eludiríamos los trastornos asociados a los movimientos de capital a corto plazo que tantos dolores de cabeza habían propiciado a las autoridades monetarias de los centros financieros internacionales.

Un sistema de tipos de cambio ajustables, normalmente siempre para devaluar la moneda, daría lugar a complejas negociaciones entre las partes implicadas que retrasarían el ajuste una y otra vez de manera que, cuando se llevara a cabo, el problema probablemente se habría agravado. Algo de esto fue lo que sucedió en los años sesenta del siglo pasado, cuando se presionaba a Estados Unidos para que devaluaran el dólar. Pues bien, si no se hubiera propagado la idea de que la modificación del tipo de cambio de la moneda es una prerrogativa de la soberanía política, la idea de las paridades monetarias ajustables no se le habría ocurrido a nadie. Robbins se pregunta «quién hubiera sugerido, si la soberanía monetaria no se hubiera visto fragmentada, que la función de una Cámara de Compensación Bancaria fuera la de modificar los tipos de cambio de los saldos que se transfieren de la cuenta de uno de sus miembros a la de otro u otros de la institución».⁴⁷

46. Keynes, J.M., *Treatise of Money*, ob. cit., Vol. II, p. 302 (edición española, ob. cit., p. 398).

47. Véase p. 315.

El argumento es para tenerlo en cuenta y tratar de desarrollarlo. Como la fragmentación del espacio monetario obedece a razones estrictamente políticas, la misión del economista es no añadir más confusión al debate blandiendo argumentos deflacionistas, basados en la inflexibilidad a la baja de los salarios monetarios. Lo que se precisa es un marco de relaciones laborales que aumente y no reduzca la capacidad de adaptación del sistema económico a los continuos cambios tecnológicos. Así las cosas, es posible que estemos en mejores condiciones de entender a los que nos ha terminado llevando la fragmentación del espacio monetario que fomenta el nacionalismo.

VIII LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES

Las llamadas políticas monetarias no convencionales, como ya indicamos antes, son un conjunto de medidas de emergencia, diseñadas de manera improvisada por la Reserva Federal de Estados Unidos, para hacer frente a algo que les había pasado inadvertido, la incubación en un largo proceso de todo un «sistema bancario oculto» que, repentinamente, paralizó el mercado interbancario en varios países, por la desconfianza en lo que podían llegar a ocultar los balances de nuestros bancos, algo que carecía de precedentes en la historia. El objetivo de estas medidas de emergencia era evitar, a toda costa, lo que sucedió en Estados Unidos entre agosto de 1929 y marzo de 1933, una contracción de la oferta de dinero bancario de más de un tercio, a pesar de que la base monetaria del sistema había permanecido casi constante.

Con más o menos retraso, los bancos centrales de los países industrializados más avanzados aplicaron medidas similares a las de la Reserva Federal, comprando grandes masas de activos finan-

cieros, muchos de ellos tóxicos, situando a nivel nulo o casi nulo sus tipos de interés a corto plazo y, en ocasiones, como es el caso del Banco Central Europeo, imponiendo tasas negativas de interés a los depósitos de sus bancos asociados. En este último caso, entre el año 2007 y el 2015, la base monetaria prácticamente se duplicó y, sin embargo, la oferta de dinero bancario apenas creció un 25 % y el crédito al sector privado de la economía permaneció estancado.⁴⁸

Hay economistas que han considerado un éxito la aplicación de estas medidas de emergencia, porque han impedido los profundos descensos de los precios que tuvieron lugar en los años treinta del siglo pasado y porque, a pesar de los aumentos, verdaderamente inimaginables, en las bases monetarias de los sistemas nacionales de crédito que fueron necesarios para detener esos descensos, no se produjo una hiperinflación como temían muchos. Al comienzo, los índices de la producción industrial y del comercio mundial descendieron más de lo que hicieron en los años treinta, pero en un periodo de algo menos de tres años recuperaron los niveles anteriores a la crisis y luego siguieron creciendo con alguna languidez.

Por lo que se refiere a los mercados de renta variable, las principales Bolsas de Valores han recuperado, al día de hoy, los niveles de cotización anteriores a la crisis, salvo algunas excepciones, como es el caso de España y las tasas de crecimiento anual medio de esas cotizaciones son positivas. No obstante, en los mercados de renta fija la aplicación de estas medidas de emergencia han situado buena parte de los tipos de interés de estos títulos en negativo. Una «anomalía» de la que no va a resultar fácil salir, a la vista del elevado nivel de endeudamiento público que ha sido el

48. EKAÍ Center Working Paper, 28 de febrero de 2016, Durango (Vizcaya). Tanto la Reserva Federal como el Banco de Inglaterra tuvieron que llevar a cabo aumentos muy superiores de la base monetaria de sus respectivos sistemas nacionales de crédito. Al día de hoy el balance del BCE ha continuado aumentando sensiblemente.

precio que hemos tenido que pagar por estas medidas y que será difícil no acabe traduciéndose en cuantiosas pérdidas, cuando los tipos de interés retornen a sus niveles de normalidad.

Hemos evitado otra Gran Depresión, pero no creo haya nadie que no contemple con preocupación lo que hemos tenido que acabar instrumentando. Una buena parte del «éxito» hay que atribuirlo a que las economías emergentes, como es el caso de China, estaban experimentando periodos de crecimiento excepcionales. Por eso, Ben Bernanke, el ideólogo de estas medidas de emergencia, se preguntaba cuáles son los instrumentos que quedan en nuestro arsenal de medidas monetarias si algo parecido vuelve a producirse.⁴⁹ Hay quienes confían en las nuevas regulaciones bancarias para evitarlo, pero no creo que esta sea la línea de progresión principal. Sin restar importancia a algunas de ellas, creo que otras, como el reforzamiento del capital de los bancos, no enfocan debidamente el problema al que hacemos frente.

Cuando tiene lugar una crisis financiera, lo primero que se les ocurre a los numerosos reguladores, sorprendidos por los acontecimientos, es idear más regulaciones. Las destinadas a impedir prácticas como las que utilizó el *sistema bancario en la sombra*, en general, no cabe objetarlas. Otras, como las destinadas a reforzar el capital de los bancos parecen menos apropiadas. Mientras sobrevivan los incentivos perversos que impulsan la asunción de riesgos inasumibles, no parece demasiado oportuno pedir a los accionistas que suscriban unos capitales llamados a quedar sin valor alguno, por la crisis que supuestamente están llamados a impedir.⁵⁰

El núcleo del problema que tenemos planteado son los poderosos *incentivos perversos* que vienen actuando desde hace ya

49. Bernanke, B., «What tools does the Fed have left?» (<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/03/24-rate-pegs>).

50. Véase J.A. Aguirre y J. Castañeda Fernández, ob. cit. Cap. IV. Véase la crítica que hace Tim Congdon en un libro editado bajo su dirección y que contiene aportaciones muy valiosas: *Money in the Great Recession*, ed. Edward Elgar, 2017.

bastante tiempo, alientan la asunción de riesgos inasumibles y los elevados niveles de endeudamiento que, con anterioridad a la crisis, se situaban en cifras superiores a 300 % del PIB por término medio en los países de la OCDE. En especial, *el endeudamiento externo de las instituciones financieras* merece consideración detenida. En efecto, como resultado del fraccionamiento del espacio monetario nos encontramos con una serie de bancos centrales que pretenden planificar la oferta de medios de pago internos en cada nación, suponiendo la estabilidad del multiplicador del crédito bancario y confiando en que los tipos de cambio flexibles permitan aislar las economías nacionales de las perturbaciones que se generan en el exterior.

La realidad es que los excedentes de fondos en las operaciones de intercambio entre las naciones acuden a diario al mercado mayorista de los distintos dineros bancarios internos que existe en Nueva York, con objeto de convertirlos en dólares (moneda de reserva) y distribuirlos luego por todo el mundo, con la superposición de la garantía de los sistemas bancarios nacionales de crédito que han conseguido alcanzar una mayor reputación en los medios financieros. Así es como llegaron, por ejemplo, al sur de Europa, fondos más que suficientes para incubar distintas burbujas especulativas de precios de los activos.

Pues bien, cuando aquellos fondos se retiraron repentinamente porque, conviene retener esto, *no hay nada que pueda impedirlo*, los sistemas bancarios de unos y de otros, los que habían interpretado la garantía de sus reputados sistemas (por ejemplo Alemania) y los países destinatarios finales de esos fondos se vieron arrastrados a una Gran Recesión, destruyendo puestos de trabajo que eran sostenibles y otros que no lo eran. No hay nada, insisto, que pueda impedirlo y este debería ser el punto de arranque de nuestras investigaciones, porque es una ingenuidad pensar que esto sea un problema de regulaciones bancarias o de la inexistencia de un banco central internacional. Es un problema de incentivos que

están actuando en el seno de nuestros sistemas monetarios y dan lugar a esta clase de situaciones que nos obligan a aplicar medidas de emergencia cuyo alcance nunca pudimos imaginar. Este puede que sea el momento de poner las cosas en su sitio sobre el libro que el lector tiene en sus manos y que sería objeto de la censura posterior de su propio autor, una censura que contemplada con la perspectiva que da el paso del tiempo, me parece demasiado exigente.

IX LA AUTOCRÍTICA DE ROBBINS

Lionel Robbins, en su *Autobiografía* (1971), se lamentaba de haberse opuesto a las políticas que proponía Keynes, con objeto de acelerar la salida de la depresión. Nos decía que había llegado a convertirse en un esclavo de construcciones teóricas que, si no eran intrínsecamente inválidas en cuanto a su consistencia lógica, eran inapropiadas a la situación que acabó desarrollándose entonces y esto, confiesa, fue lo que terminó desorientando su diagnóstico.⁵¹

Sin duda, aquella construcción teórica, lógicamente impecable, era la *teoría austriaca del desequilibrio vertical de la producción*, ocasionado por un tipo de interés de los préstamos bancarios situado, durante el tiempo suficiente, por debajo del *tipo natural de interés*. Robbins pensaba ahora que esa construcción teórica podía servir para explicar algunas otras crisis que se habían dado en la historia, pero no aquellos enormes descensos de los precios que se habían registrado, a raíz del derrumbamiento de las cotizaciones en la Bolsa de Nueva York. Su máximo histórico se había logrado en septiembre de 1929, un año después

⁵¹ Robbins, L., *Autobiography of an Economist*, MacMillan St. Martin's Press, 1971, pp. 153 y ss.

había perdido del orden del 35 % y al año siguiente la pérdida superaba el 65 %. Son descensos que indican claramente la presencia de burbujas especulativas de precios. En este caso, lo extraordinario fue que aquello se contagió pronto a la economía industrial y provocó descensos muy significativos en los precios al por mayor y en los mercados de muchas materias primas que eran estratégicas.⁵²

Keynes, buen conocedor de esta clase de burbujas especulativas de precios, no se dejó impresionar y consideraba absurdo esperar a que la estructura de la producción se ajustara por sí sola. Al poco tiempo de que estos acontecimientos le sorprendieran como a todos, ya tenía su particular diagnóstico. El aconsejaba actuar de inmediato para reducir el tipo de interés a largo plazo; es decir, aumentar el precio de los valores de renta fija. Según sus cálculos, el nivel de esos tipos de interés, en 1930, eran superiores en un 50 % a los de veinte años antes⁵³ y, conforme a lo que determinaba la primera de las ecuaciones fundamentales de su *Tratado del Dinero*, ese tipo de interés solo podía justificar un descenso en el nivel de los precios de los bienes de consumo del 5 %.⁵⁴

Este descenso de los precios inducía, a su vez, un proceso acumulativo de contracciones en el nivel de la producción que no hacían otra cosa sino aumentar, cada vez más, la brecha negativa que se había abierto entre el volumen de las inversiones y el ahorro

52. Probablemente el auge especulativo desencadenado en la bolsa de Nueva York y en los mercados inmobiliarios fue el resultado de una expansión del crédito que encontró su salida en estos mercados de activos. Es muy posible que el estrepitoso derrumbamiento posterior de los precios al por mayor y de las materias primas se explique mejor por la contracción del comercio internacional que acompañó al desarrollo de medidas anticrisis posteriores.

53. Keynes, J.M., *Tratado del Dinero*, ob. cit., ed. española, p. 263 (ed. inglesa, Vol. II, pp. 338-9).

54. Keynes, J.M., *Tratado del Dinero*, ob. cit., ed. española, p. 266 (ed. inglesa, Vol. II, p. 342).

total que, como el lector ya conoce, medía lo que llamaba el *beneficio macroeconómico inesperado de los empresarios*. En este caso se trataba de pérdidas que iban en constante aumento y esto le llevaba a concluir:

«Si mi diagnóstico es correcto, no cabe esperar una recuperación completa y permanente hasta que tenga lugar una caída importante en los tipos de interés a largo plazo, en todo el mundo, que los sitúe en niveles próximos a los que tenían antes de la guerra (...) Sin embargo, la reducción de los tipos de interés puede llegar a ser un *proceso largo y tedioso*, a menos que por medio de una política económica deliberada consigamos acelerarlo».⁵⁵

A tal fin recomendaba que la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra combinaran sus esfuerzos para, al margen de lo que pudieran aconsejar los movimientos de oro, llevaran a cabo compras de valores de renta fija a largo plazo para reducir y mantener bajos los tipos de interés hasta que aquella brecha amenazante, entre un nivel de inversión escaso y un ahorro relativamente abundante, desapareciese. Keynes era optimista. No solo su recomendación de aumentar el gasto público en infraestructuras, sin necesidad de aumentar los impuestos, ayudaría a recuperar la inversión, sino que el momento se presentaba propicio porque en el mercado de valores «los precios de los bonos no están por encima de su expectativa normal a largo plazo, de manera que todavía pueden comprarse sin temor a experimentar pérdidas».⁵⁶ Todo estaba bien orquestado para vencer la posible resistencia a realizar esas compras por parte de los bancos centrales.

A la Reserva Federal ni se le pasó por la cabeza llevar a cabo compras masivas de bonos a largo plazo para aumentar sus precios

55. Keynes, J.M., *Tratado del Dinero*, ob. cit., ed. española, p. 268 (ed. inglesa, Vol. II, p. 344, las itálicas son mías).

56. Keynes, J.M., *Tratado del Dinero*, ob. cit., ed. española, pp. 270-1 (ed. inglesa, Vol. II, pp. 346-7).

y reducir, de forma permanente, el tipo de interés en la cuantía que prescribían los cálculos de Keynes. Pero, aunque así lo hubiera hecho, con lo que no contaba nadie era con una reducción del multiplicador del crédito bancario que hubiera convertido también en un *proceso largo y tedioso*, la recuperación de la inversión que el economista británico pretendía acelerar. Es decir, Hayek, Robbins y Keynes se encontraban, por razones de sus respectivas construcciones teóricas, atrapados en la misma encrucijada.

Los dos primeros reaccionaron pronto y acuñarían el término de deflación secundaria⁵⁷ para describir la situación y Keynes pondría manos a la obra para escribir otro libro que le sacara del aprieto en el que, sin duda, era el primero en saber que andaba encerrado. No estoy seguro de que lo lograra porque, al término de la Segunda Guerra Mundial, sus seguidores norteamericanos predijeron el estancamiento secular de las economías de mercado y fracasaron ruidosamente. Después de que su gran mentor muriese, elaboraron una síntesis que, cuando Robbins escribió su *Autobiografía*, estaba a punto de saltar por los aires. De esta manera, pienso, el economista británico fue demasiado duro consigo mismo al enjuiciar su carrera profesional.

Robbins optó por no volver a la carga pero, como vamos a poder comprobar, en su libro *La Gran Depresión* había buenos ingredientes para hacerlo, al margen de que la actitud de dejar que los acontecimientos discurrieran por sí mismos y nos sacaran del aprieto no fuera afortunada. En realidad, tampoco derrochaban demasiada imaginación quienes proponían recuperar el nivel de precios de 1926, inyectando dinero fiduciario en el sistema,

57. La expresión «deflación secundaria» se manejó muy pronto en la London School of Economics y Robbins lo recoge bien en su *Autobiografía*: «No excluyo que una serie de inversiones inapropiadas, auspiciadas por expectativas erróneas, puedan haber desatado la inflexión del ciclo, pero estos desajustes reales, cualesquiera que fuera su naturaleza, fueron barridos por las fuerzas deflacionarias, un fenómeno al que, en ocasiones, se lo ha denominado *deflación secundaria*». Véase *Autobiography*, ob. cit., p. 154.

cosa que, con toda probabilidad, no hubieran conseguido. Si se quiere, Keynes fue mucho más hábil y disfrazó mejor sus pretensiones con un libro todavía más confuso que el anterior pero que, en el fondo, se limitaba a sostener que la función del dinero en el sistema económico era suministrar liquidez a toda costa (*à outrance*). Es curioso que en este libro lanzase un furioso ataque contra el sistema de *laissez faire*, especialmente apropiado para los que utilizan este tópico y no han leído el libro de Keynes.

X

EL SISTEMA DE *LAISSEZ FAIRE*

Todo parece indicar que cuando Robbins escribió este libro ya se había generalizado la práctica de desacreditar a todos aquellos que se oponían a la creciente intervención del Estado en las economías de mercado, acusándoles de ser defensores y partidarios del *laissez faire*. Este era ya un tópico que se utilizaba para despachar el asunto sin tomarse la molestia de reflexionar sobre las consecuencias de la mayoría de estas intervenciones. Como señala Robbins: «Lo que fue el *laissez faire*, si es que alguna vez existió esa clase de filosofía, en el sentido en que suele utilizarse esta expresión, quien la desacreditó (...) etc., etc., son cuestiones que, naturalmente, se dan por sabidas por cualquier persona instruida y nunca se responden, porque lo único que se persigue al hacer uso de esta expresión es el efecto emocional que produce y no otra cosa».⁵⁸

Como destaca Haberler, refiriéndose a la patética autocrítica del autor de este libro:

«Donde Keynes estaba completamente equivocado en la *Teoría General* era en atribuir la Gran Depresión de la década de 1930 a una debilidad básica del capitalismo que, según él, sufría de

58. Véase pp. 277 y ss.

un exceso crónico de ahorro y una falta de oportunidades de inversión». ⁵⁹

Pues bien, sin duda los capítulos más brillantes de la obra que el lector tiene ahora a su disposición en lengua española son el séptimo y el octavo, que el autor dedica al análisis de algunas de las medidas intervencionistas que había comenzado a poner en práctica la nueva administración del presidente Roosevelt, las devaluaciones competitivas de las monedas nacionales, la nueva política de comercio exterior y el tema que tenía fascinados a una buena parte de los intelectuales de su tiempo, a saber: los experimentos de planificación de la economía que se estaban llevando a cabo en la Unión Soviética. Todos estos temas son tratados mucho mejor que lo puedan hacer la mayoría de los libros de texto que hoy se utilizan en la enseñanza universitaria e invito encarecidamente al lector a que haga la prueba.

Como el mismo autor reconoce, la crítica al sistema de planificación centralizada de la economía era deudora del trabajo de Ludwig von Mises, pero el lector se beneficiará de la brillante prosa de Robbins y de su facilidad para exponer un tema endiablidamente complicado por nuestros economistas matemáticos. En poco más de siete páginas, Robbins consigue poner al descubierto las fantasías que alimentaban sus contemporáneos. ¿Sabían estos, realmente, lo que implica planificar una economía? Sencillamente sus fascinados colegas no lo sabían y hoy muchos siguen sin saberlo, pero él lo explica con absoluta sencillez:

«Necesitaríamos especificar millones de ecuaciones sobre millones de datos estadísticos y muchos más millones de cálculos personales. Pues bien, para cuando las ecuaciones estuvieran en condiciones de poder ser resueltas, la información en la que estarían basadas habría quedado absolutamente obsoleta y tendríamos que

59. Haberler, G. Véase su artículo de 1986, cuya versión española se encuentra en el libro de reciente publicación: *La Moneda del Siglo Veinte*, ob. cit., p. 200.

empezar de nuevo (...) En definitiva, la senda que conduce a una economía planificada desde un centro político-administrativo no lleva a parte alguna. Es una senda que no está en condiciones de organizar la producción, de manera que las preferencias de los consumidores puedan ser satisfechas (...) Tendrán que conformarse con lo que las autoridades hayan decidido (...) en un auténtico caos de negociaciones bilaterales entre las distintas unidades administrativas que monopolizan diferentes sectores económicos».⁶⁰

No hace mucho, Robert Higgs⁶¹ ha sostenido que el tema de la Gran Depresión debería ser acotado, distinguiendo la llamada, por Friedman y Schwartz, Gran Contracción de 1929 a 1933 y los doce años siguientes que comprenden: a) un periodo en el que la economía operó sustancialmente por debajo de su potencial productivo y b) la economía de guerra de 1939 a 1945. Los seguidores de Keynes lanzaron la idea de que fueron sus concepciones las que nos terminaron sacando de aquella Gran Depresión. Higgs sostiene que nada más lejos de la realidad:

Lo que realmente sucedió no es ningún misterio. En 1940, antes de la movilización militar, la tasa de desempleo en Estados Unidos (concepto Darby) era del 9,5 %. Durante la guerra el gobierno hizo uso del equivalente al 22 % de la fuerza laboral, anterior a ella, en las Fuerzas Armadas y *voilà*: la tasa de paro se situó en un nivel muy bajo. No se necesita modelo macroeconómico alguno para entender lo sucedido. Desde los hechos que encuadra esta clase de escenario, ninguna concepción plausible de la economía es incompatible con el descenso observado en la tasa de paro. Si el Gobierno incurrió en un déficit o no lo hizo, si la cantidad de dinero aumentó o no, el reclutamiento militar fue el que produjo el descenso en picado de la tasa de desempleo de la economía.⁶²

60. Véase pp. 234 y ss.

61. Higgs, R., *Depression, War and Cold War*, The Independent Institute Oxford University Press, 2006.

62. Higgs, R., ob. cit. p. 62.

Durante la guerra las cosas se desarrollaron conforme a los principios que gobiernan una economía dirigida autoritariamente y al margen de los principios de una economía de mercado libre. Al final de la guerra, en contra de las predicciones de los seguidores de Keynes, no se produjo ni una depresión ni un estancamiento, sino todo lo contrario. Se eliminaron con rapidez los controles de guerra y en poco tiempo la economía volvió a ofrecernos lo que el sistema de precios de mercado nos proporciona, como resultado de las posibilidades del cálculo económico de precios, costes y beneficios que antes de la guerra habían defendido, casi en solitario, Mises y Hayek con la inestimable ayuda de Robbins.

El mejor ejemplo nos lo dio la República Federal de Alemania bajo la dirección de Ludwig Erhard en 1948. En aquella ocasión el gran economista alemán renunció al restablecimiento del patrón oro, como le recomendaron algunos de sus colegas. No era el momento oportuno y el establecimiento de un patrón de valor internacional sigue siendo una de nuestras asignaturas pendientes. Seguimos empeñados en planificar la oferta de dinero bancario, probablemente porque Robbins y Hayek no habían acabado de decidirse a dar el gran salto a un terreno ciertamente inexplorado que me va a servir para señalar la senda que, a mi entender, sería la mejor forma de hacerles justicia.

XI

LA CENTRALIZACIÓN DE LA RESERVA BANCARIA

El siglo xx ha convertido una política económica cargada de pragmatismo en un principio que, sin advertirlo, ha demostrado comprometer seriamente la estabilidad financiera del Estado. Pragmatismo fue lo que aconsejó a Walter Bagehot (1873) recordar al Banco de Inglaterra que tenía la obligación moral de impedir

el derrumbamiento del sistema de crédito erigido en torno a sus privilegios. Era suficiente que, cuando alguna de aquellas instituciones financieras que lo rodeaban tuviera problemas de liquidez, se le facilitara el crédito necesario a tipos de interés crecientes y siempre que, para ello, ofreciera garantías bastantes. Pragmatismo fue también lo que llevó a más de cien bancos privados, con el Banco de Inglaterra a la cabeza, a salvar la situación de un banco de inversión como Baring Brothers&Co. en 1890, sin coste alguno para el contribuyente británico.

Como ya señalamos antes, uno de los hallazgos de la investigación que llevaron a cabo Milton Friedman y Anna Schwartz en 1963, era que muchos de los pánicos bancarios que tuvieron lugar en aquel país, antes del establecimiento del Sistema de la Reserva Federal en 1913, se resolvieron mejor y con mayor rapidez gracias a un *poderoso incentivo* que impulsaba a las Cámaras de Compensación Bancaria a atajarlos con energía al primer síntoma, impidiendo así el contagio al resto de los bancos miembros de aquellas instituciones.

Pues bien, en el siglo xx, poco a poco, esos incentivos se invirtieron y dejaron de actuar en la dirección correcta. Cuando escribía Robbins este libro, el panorama era de enorme indefinición y cuando, años más tarde, escribieron Friedman y Schwartz, saliendo al paso de las propuestas de reforma de Hayek,⁶³ ambos estaban convencidos de que los bancos centrales eran instituciones indispensables para detener los pánicos bancarios, comprometiendo los recursos públicos que fueran necesarios y a toda costa, como sugiriera Keynes en su *Tratado del Dinero*. No se tuvo en cuenta que esto acabaría creando en el sistema la expectativa de que, cualquiera que fueran los riesgos asumidos por la banca, el banco central acabaría suministrando el «efectivo» necesario.

63. Véase el artículo que escribieron ambos en 1986 y que figura en la reciente edición del libro *La Moneda del Siglo Veinte y la Política Monetaria no Convencional*, ob. cit., pp. 225 y ss.

Un incentivo perverso y exactamente contrario al que actuaba cuando era la propia comunidad financiera la llamada a aportar soluciones, sin cargo al Tesoro Público.

Robbins sostenía que la peculiar posición de los bancos centrales en el seno de los sistemas nacionales de crédito los convertía en una fuente de debilidad para el sistema de relaciones comerciales y financieras entre las naciones porque: «Si el gobierno de un área monetaria concreta decide imponer a los bancos que se encuentran bajo su jurisdicción una política expansionista de la cantidad de *dinero bancario*, en un momento en que la posición de sus *reservas* no lo justifica, la ruptura del equilibrio internacional, como ya hemos podido comprobar, es segura».⁶⁴ En otras palabras, cuando prescindimos de un patrón de valor internacional y la política de creación de *reservas bancarias* se encomienda a cada uno de los bancos centrales que las naciones han ido ideando, hemos creado la maquinaria perfecta para el desequilibrio permanente y, con el tiempo, esto es lo que acaba de verse confirmado en la crisis reciente de los activos financieros tóxicos.

Hayek, cuya colaboración con Robbins en aquellos años era muy estrecha, ya lo anticipó en su olvidada obra sobre el nacionalismo monetario: «No hay bases racionales para una regulación de la cantidad de dinero en un área nacional que forma parte de un sistema económico más amplio».⁶⁵ Sin embargo, en los años anteriores a la Gran Recesión, los economistas seguían confiando en la racionalidad de las políticas monetarias que venían practicando nuestros bancos centrales, sin imaginar siquiera lo que luego se verían obligados a instrumentar, tipos de interés a nivel nulo o negativo y compras masivas de basura financiera que reposa hoy en sus balances.

64. Véase p. 318.

65. Hayek, F., *Ensayos de Teoría Monetaria*, Obras Completas, Vol. VI, ob. cit., p. 138.

La acción combinada de la ausencia de un patrón de valor común y la garantía de que el banco central suministrará, a toda costa, el «efectivo» necesario, ciertamente ha impedido una contracción de la oferta monetaria de crédito como la que tuvo lugar entre 1929 y 1933 en los Estados Unidos, pero tendremos que volver a reflexionar acerca de la naturaleza de unas instituciones que nos obligan a desplegar esta clase de medidas de emergencia, hijas directas de una doctrina claramente errónea, la que viene afirmando que el *dinero* es una creación de la ley.

Robbins y Hayek ciertamente no estuvieron afortunados al recomendar esperar a que se liquidaran las inversiones erróneas emprendidas durante el auge previo de los negocios y los dos, cada uno a su manera, terminaron reconociéndolo.⁶⁶ Pero no andaban descaminados a la hora de anunciar lo que el *nacionalismo monetario* acabaría ocasionando por creer que, estabilizando el nivel de los precios de los bienes de consumo y manteniendo bajo mínimos la brecha entre la producción potencial de nuestras economías y la efectiva, habíamos conseguido dominar la expansión de un sistema financiero, alimentado por unos incentivos perversos que lo llevan a desequilibrar el sector real de las economías de mercado.

Muchos años después de haberse visto inmerso en el desconcierto de los años treinta del siglo pasado, Hayek apuntó la idea de que debíamos explorar las posibilidades de encomendar la emisión de dinero a empresas privadas que trataran de suministrar a la ciudadanía una moneda que colmara sus preferencias. Milton Friedman y Anna Schwartz (1986) consideraron esto una contradicción por parte de un economista que siempre se había mostrado enemigo de un «constructivismo deliberado».⁶⁷ Ellos pensaban

66. Hayek lo reconocería en una conferencia pronunciada en Roma (1975) con motivo del aniversario del nacimiento de Luigi Einaudi. Véase *Nuevos Estudios de Filosofía, Política, Economía e Historia de las Ideas*, Unión Editorial, 2007, pp. 258-259.

67. Véase la versión española del artículo de Friedman y Schwartz en *La Moneda del Siglo Veinte y la Política Monetario no Convencional*, ob. cit., p. 276.

que, en tanto la moneda fiduciaria no produjera una gigantesca inflación de precios a nivel mundial, como la que parecía temer Irving Fisher, no había lugar a plantear reformas radicales y utópicas como las que proponía Hayek.

Hoy asistimos al espectáculo de las «criptomonedas» que algunos creen un desarrollo de las ideas austriacas, olvidando que si el ciudadano pudiera elegir la moneda en la que pactar sus contratos, probablemente se decantaría por una de poder adquisitivo estable que Hayek pensaba podían llegar a ofrecer empresas privadas, si no se lo impediera el monopolio de emisión de los gobiernos nacionales. Ciertamente, las llamadas monedas «virtuales» no son las que el mercado libre nos proporcionaría, sino proyectos financieros de los «iluminados» que en estas cuestiones siempre han abundado. Pero sí son una muestra más del desconcierto que sigue dominando en estas cuestiones.

No supimos calibrar lo que supuso el abandono de un patrón monetario como el del oro y nunca nos empleamos a fondo a la hora de calcular el coste de recursos de aquel sistema y el que luego implantó en todo el mundo el nacionalismo monetario que me parece infinitamente superior, a la vista del número de puestos de trabajo que puede llegar a destruir, la carga que arroja sobre las finanzas estatales y la rivalidad que alimenta entre las naciones de este mundo. Es más, Robbins consideraba que un sistema bancario unificado era algo impracticable y lo mismo sucedía con la idea de un banco central internacional que algunos ya habían manejado. Por tanto teníamos necesariamente que enfrentarnos a la fragmentación del espacio monetario que impedía alcanzar su objetivo de que los pagos entre ciudadanos y empresas de distintos países produjeran los mismos efectos que los pagos entre ciudadanos y empresas de una misma nación.

Cuando los ciudadanos de una nación, como consecuencia de sus operaciones, tienen que reducir sus existencias de dinero en una cantidad determinada, entregan al acreedor esa cantidad,

de modo que la existencia total de dinero de la nación no varía; solo cambia su distribución natural. Pero cuando el banco central que acumula la reserva de dinero internacional de toda la nación se ve obligado a satisfacer la deuda neta que ha ido contrayendo con el resto del mundo, se ve obligado a reducir el crédito bancario, ocasionando una deflación de su dinero interno. En este sentido, el patrón oro del periodo interbélico era una fuente de inestabilidad, por cuanto esas reducciones afectaban a un sector más amplio de personas e industrias de aquellas que habían dado lugar al pago. Para evitarlo se había propuesto la libre flotación de los tipos de cambio de las monedas nacionales, pero la experiencia de aquellos años mostraba que las naciones acudían a la práctica de unas devaluaciones «competitivas» que habían reducido sensiblemente el comercio internacional.

En el periodo que comprende desde 1933 hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial, las economías estuvieron lastradas por esa práctica y el nivel de actividad estuvo siempre por debajo de su potencial. Las cifras de paro continuaron siendo elevadas y cuando estalló el conflicto se redujeron como consecuencia de la movilización militar. El sistema de tipos de cambio ajustables, instaurado después de la guerra, funcionó mientras Europa estuvo ocupada en reconstruir sus economías, pero ya estaba cuestionado cuando estallaron las crisis energéticas de los años setenta del siglo pasado. Entonces se comprobó lo que Robbins ya había anunciado: un empeoramiento de la relación real de intercambio es algo que la libre flotación de los tipos de cambio puede aliviar pero no resolver.

Tuvimos que emplearnos a fondo en los años siguientes para romper las expectativas inflacionistas que el nacionalismo monetario había difundido por todo el mundo y cuando creíamos haber dominado a la fiera, la crisis de los *activos financieros tóxicos* nos despertó del sueño. No habíamos resuelto el problema, simplemente sabíamos que no podíamos volver a repetir los errores

de la política monetaria de comienzos de los años treinta del siglo pasado, pero poco más. En verdad, necesitábamos una cura de humildad. Pero no estoy seguro de que lo hayamos reconocido. Ciertamente, un sistema bancario unificado es algo impracticable y lo mismo se puede decir de la idea de un banco central internacional. Tendremos pues que explorar otras rutas y esto es lo que la olvidada obra de Lionel Robbins nos estaba invitando a realizar y es lo que me ha llevado a poner al alcance del lector en lengua española este libro de un gran economista.

JOSÉ ANTONIO DE AGUIRRE
Madrid, 1 de febrero de 2018