
Keynes y el retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925. La dificultad de la devaluación interna

El objetivo de este artículo es describir los efectos microeconómicos que suceden en una economía desarrollada al intentar llevar a cabo una devaluación interna para corregir la sobrevaloración real de su moneda y con ello mejorar la competitividad internacional. El trabajo se centra en la experiencia del Reino Unido en 1925 con la vuelta al patrón oro para hacer un símil con el actual proceso de devaluación interna de la economía española. Se detallan los argumentos de Keynes sobre las consecuencias económico-políticas de la vuelta al patrón oro, así como el enfrentamiento teórico que hubo con la ortodoxia imperante. La repetición de hechos y situaciones y el mimetismo en las argumentaciones de políticas y de objetivos que recuerdan a las sucedidas en aquella época nos llevan a comprender la actual situación de la economía española dentro del área euro.

Artikulu honen helburua da monetaren gainbaloratze erreala zuzentzeko eta, horri esker, nazioarteko lehiakortasuna hobetzeko asmoz ekonomia garatu batean barneko devaluazio bat egiten saiatzean zer eragin mikroekonomiko gertatzen diren deskribatzea. Erresuma Batuen 1925eko esperientzian oinarritzen da lana (urre-patroira itzuli zen orduan), Espainiako ekonomiaren egungo barneko devaluazio-prozesuarekin erkaketa egin nahian. Urre-patroira itzultzearen ondorio ekonomiko eta politikoei buruzko Keynesen argudioak zehazten dira, baita garai hartan nagusi zen ortodoxiarekin egon zen liskar teorikoa ere. Espainiako ekonomiak euro-eremuaren barruan egun zer egoera duen uler dezakegu gertaerak eta egoerak errepikatzen direlako, eta politiken eta helburuen argudio berak erabiltzen dituztelako, garai hartan gertatutakoa gogorra ekarrita.

This article sets out to describe the microeconomic effects in a developed economy of attempts to implement an internal devaluation to correct a real overvaluation of its currency and thus make it more competitive internationally. The study focuses on the experience of the UK in 1925, with the return to the gold standard, and draws a parallel with the current process of internal devaluation in the Spanish economy. The arguments put forward by Keynes are detailed in regard to the economic and political consequences of returning to the gold standard, and the clash on grounds of theory with the prevailing orthodox thinking of the time. The recurrence of events and situations and the way in which current arguments on policy and objectives echo those of that period are used to provide insight into the current situation of the Spanish economy within the euro area.

Índice

1. Introducción
2. Keynes y el retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925
3. Nota final. La importancia de las ideas

Referencias bibliográficas

Palabras clave: patrón oro, deflación, devaluación, apreciación de la libra.

Keywords: gold standard, deflation, devaluation, appreciation of pound.

Nº de clasificación JEL: E12, E42, E52.

1. INTRODUCCIÓN

«La Economía tal y como se presenta en los libros de texto y se enseña en las clases no tiene mucho que ver con la dirección de los negocios, y todavía menos con el impulso empresarial. El grado en el cual la Economía está separada de los negocios ordinarios de la vida es extraordinario e infortunado».

Coase (2012, p. 36)

Permítaseme una brevísima referencia biográfica que contribuya a explicar cómo se ha gestado mi visión de los temas que trato aquí.

En 1998(a) se publicó mi libro «La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero», en el que había estado trabajando durante quince años. Me llamó poderosamente la atención el análisis de Keynes sobre las consecuencias económicas del retorno del Reino Unido al patrón oro en 1925, en particular la incidencia de esa decisión sobre las distintas actividades y sectores. Coincidían las lecturas de la obra de Keynes, y de la abundantísima bibliografía sobre la misma, con el episodio de la fortaleza de la peseta (1987-1992) que terminó con las devaluaciones inesperadas e indeseadas de 1992-1993.

El seguimiento de lo que estaba sucediendo en la economía española lo consideraba bajo la influencia del análisis de *Keynes* con respecto a los efectos de una moneda sobrevalorada. En dos aspectos advertía la coincidencia entre ambas situaciones: 1) la intención de los defensores de la política seguida por controlar las presiones in-

flacionistas, y 2) la ausencia de autocrítica ante la desindustrialización inducida y la evidencia de que la peseta no podía mantener indefinidamente esa sobrevaloración. Las mismas autoridades que se autoproclamaban liberales en España consideraron las devaluaciones como consecuencia de ataques especulativos. Si los mercados no hubieran corregido el exceso de valoración, nuestras autoridades hubieran justificado la destrucción de la capacidad productiva y empleo que comportaba, como la factura a pagar por la contribución a la contención de la inflación y a la disciplina de los agentes económicos. Por su voluntad, pues, hubieran continuado una tendencia que a mí me parecía insostenible (Torrero, 1993).

En los años siguientes, en la segunda mitad de los noventa, el tema fundamental era la integración de España en la moneda única. Las mismas instituciones y personas que defendieron la fortaleza de la peseta, propusieron la entrada inmediata de España en el euro. Había un clamor a favor de la integración y eran escasas las voces disidentes, aunque ahora sean muchos los que pregonan que denunciaron entonces las carencias del proyecto.

La opinión mayoritaria se basaba en que la modernización de España exigía la participación activa en la construcción de Europa de donde, por razones históricas bien conocidas, habíamos estado marginados. Era comprensible la casi unanimidad a favor de formar parte de la zona euro; me recordaba la que también existía en el Reino Unido respecto al retorno al patrón oro. Tengo que confesar mi error porque, influido por el análisis de Keynes de este episodio, consideré que el proyecto no se llevaría a cabo. Kindleberger (1985) señaló que «en retrospectiva, el retorno al patrón oro a la par puede definirse como un error inevitable» (p. 55). La misma calificación merece la entrada de España en el euro.

Además de la crisis de la economía española de 1992-93, y del análisis de Keynes, me influyeron los trabajos de economistas, sobre todo norteamericanos, sobre el proyecto europeo, en particular, los trabajos de Feldstein (1992) y Krugman (1992). Las ideas sobre la moneda única en Europa de los economistas norteamericanos, en general, mostraban, y muestran, un mayor escepticismo sobre el porvenir del proyecto y sus consecuencias. En repetidas ocasiones he escuchado el argumento de que esa actitud se debía al temor de que el euro pudiera hacer sombra a la hegemonía del dólar, razonamiento que me parecía pintoresco y me dejaba perplejo.

Es posible que tenga una opinión demasiado idealizada sobre la fibra moral de los grandes economistas, pero no imagino a Friedman, Samuelson, Tobin y tantos otros emitiendo juicios sobre la moneda única europea porque pudieran ser gratos a algún funcionario del Tesoro o de la Reserva Federal. Lo que me parecía, y me parece, es que los juicios de los analistas norteamericanos estaban enriquecidos por el pragmatismo y la distancia, y que en los economistas europeos el componente político y la ilusión del proyecto tenían un mayor peso.

La razón esencial del escepticismo de Krugman proviene de su preferencia por la fluctuación de los tipos de cambio que dejan más espacio a políticas económicas activas, en particular al recorte de tipos de interés y al incremento de la oferta monetaria para combatir las recesiones (2011, p. 3). En la misma línea de razonamiento se sitúa SEN (2001):

A mí no me supone ningún consuelo recordar que me opuse firmemente al euro, a pesar de estar decididamente a favor de la unidad europea. Mi preocupación en relación con el euro estaba ligada en parte al hecho de que cada país renunciaba a la libertad de una política monetaria y de unos ajustes del tipo de cambio que han ayudado mucho a los países en dificultades en el pasado, y han evitado la necesidad de desestabilización masiva de vidas humanas en [los momentos de] esfuerzos frenéticos por estabilizar los mercados financieros» (SEN, 2001, p. 21).

Dos trabajos que publiqué en 1996 y 1998(b) mostraban mi escepticismo sobre la unidad monetaria de Europa y los efectos que podían producir en la economía española. Permítaseme que reproduzca aquí los dos párrafos finales del último trabajo citado:

«Si se produjeran divergencias excesivas en las tasas de crecimiento o de paro, existiría la tentación de culpar a la moneda única de los males existentes y de la ausencia de soluciones, y los mecanismos de cohesión social a nivel europeo no parecen ofrecer mecanismos de compensación suficientes. Si los problemas llegaran a ser importantes, la reivindicación de autonomías monetarias sería inevitable.

En cuanto a España, comprendo la posición de los gobiernos al respecto. Difícilmente hubiera podido ser otra en el clima de opinión existente, pero tengo que confesar que veo con envidia la determinación con la que otros países, como Suecia, Dinamarca o el propio Reino Unido contemplan el proceso, reservándose las decisiones en función de sus intereses nacionales, sin necesidad de apelar a disciplinas externas para realizar las reformas precisas y elegir con libertad y sin complejos el camino que les parece más adecuado» (pp. 78, 79).

España entró en el euro. Los primeros años, en tanto se mantenía el efecto euforizante de un rápido endeudamiento de empresas y particulares, fueron muy positivos para el crecimiento económico y el empleo. Había una complacencia general con el éxito de la operación y en destacar los errores de pronóstico de los escépticos. Hasta que estalló la crisis financiera en el otoño del 2007 mi atención estuvo centrada en lo que me parecía una deriva hacia la progresiva inestabilidad de las finanzas internacionales¹; con la crisis financiera dediqué mis esfuerzos al seguimiento de lo

¹ En esos años publiqué los siguientes libros cuyo título expresa mis inquietudes: 2001, 2003, 2006 y 2008.

que intuí una perturbación de largo alcance, que afectó al mundo desarrollado y con especial intensidad a Europa y a España².

Con las citas de diversos trabajos míos no trato de alardear de capacidad de predecir ni de recurrir al «yo ya lo dije». Las numerosas referencias a otros trabajos míos anteriores las justifico por dos razones:

1. El análisis que presento no constituye una aportación «exnovo» sino que se inscribe en una reflexión prolongada sobre la crisis financiera internacional, la del euro, y la de la economía española. En esa reflexión intento añadir y refinar argumentos inspirados en la evolución de esas crisis.
2. Pretendo que el lector interesado en alguno de los temas que se abordan pueda encontrar en las publicaciones que se citan una argumentación más extensa y bibliografía detallada. Por este motivo limitaré aquí las referencias que entienda imprescindibles.

La capacidad de acertar con pronósticos económicos es muy limitada. Ciñéndome al mundo de las finanzas, creo que en la crisis actual tenemos un ejemplo contundente de la extraordinaria dificultad de prever el detonante de la perturbación, la duración del fenómeno y sus consecuencias económicas. Pedir esta capacidad de predicción a la ciencia económica es solicitarle unas prestaciones que no están a su alcance.

Sí parece factible, sin embargo, detectar los desequilibrios acumulativos esenciales con tendencias insostenibles. Descubrir ese tipo de situaciones y aconsejar medidas para frenar excesos que de mantenerse terminarían de forma abrupta, entra en nuestras posibilidades, como demuestra la experiencia de los analistas lúcidos que advirtieron sobre el riesgo potencial que se estaba generando en la década de los 2000 (Torrero, 2013b). En esta línea se pronuncia Stiglitz (2010, p. xxi): «Los economistas somos capaces de identificar fuerzas subterráneas; pero no lo somos en predecir el momento preciso».

De manera que no se trata de presciencia, sino de realismo científico.

Una última aclaración. No intento comparar el marco del patrón oro con el del euro³. Lo que trataré es aprovechar el análisis de Keynes de los efectos microeconómicos que puede producir, en una economía desarrollada, el intento de realizar una devaluación interna para corregir la sobrevaloración real de la moneda y mejorar la competitividad. Mi objetivo, pues, no es el mimetismo, sino la inspiración.

² Sobre la crisis financiera internacional y la específica de la economía española dicté dos conferencias en el comienzo de cada curso en la Universidad de Alcalá a lo largo de cinco años (2008 a 2012). Todas ellas fueron publicadas por el Instituto de Análisis Económico y Social de la Universidad de Alcalá. Están recogidas en Torrero (2011a), (2011b), y 2013a). En las conferencias, las vicisitudes del euro constituyen un tema esencial.

³ El lector interesado en esa comparación puede recurrir a mi trabajo del 2001, capítulo 4, pp. 97-147.

En el proyecto inicial el título de este trabajo era: «Keynes y el retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925. La dificultad de la devaluación interna en la España actual». Se componía, pues, de dos temas: 1) la experiencia del Reino Unido, y 2) la inspiración que podía obtenerse de ese episodio para el análisis de la situación española.

Se presenta aquí la primera parte. Problemas de extensión y de calendario así lo imponen. Por ese motivo, en algunos pasajes se prepara el terreno para esa segunda parte en la que estoy trabajando en la actualidad.

2. KEYNES Y EL RETORNO AL PATRÓN ORO DEL REINO UNIDO EN 1925

«El prestigio del liberalismo económico alcanzó la cúspide en la década de 1920. Centenares de millones de personas se habían visto afligidas por el flagelo de la inflación; clases sociales enteras, naciones enteras, habían sido expropiadas. La estabilización de las monedas se convirtió en el punto focal del pensamiento político de personas y gobiernos; la restauración del patrón oro se convirtió en el objetivo supremo de todo esfuerzo organizado en el campo económico».

Polanyi (1944, p. 197)

La etapa fundamental de Keynes, desde la perspectiva de su aportación al análisis económico, cubre el periodo 1920-1937⁴. Cuatro son los grandes temas objeto de su atención: 1) las consecuencias de las variaciones en el nivel de los precios; 2) las advertencias sobre el retorno del Reino Unido al patrón oro; 3) las razones del lento crecimiento de la economía del Reino Unido (1925-1931); y 4) la Gran Depresión.

El punto 4), acerca de la Gran Depresión, no es considerado en este trabajo pese al protagonismo que ha ido alcanzando el patrón oro en la explicación de las razones de esa perturbación; el lector interesado puede recurrir al capítulo 4º de mi libro del 2001 y al 2º de 2006.

Dados los objetivos de este trabajo, el punto 2) lo dividiré en dos apartados. En el primero, el análisis se plantea en términos generales; el segundo estará dedicado a las advertencias de Keynes considerando la incidencia del retorno sobre las diferentes actividades o sectores productivos.

El patrón oro estuvo vigente en el Reino Unido en la postguerra entre el 12-4-1925 y el 21-9-1931. Aunque el *Treatise on Money* se publicó en 1930, y las referencias al patrón oro son numerosas, la atención de Keynes se concentraría ya, en adelante, en intentar comprender las razones de la Gran Depresión; esta perturbación inspiraría la Teoría General (1936), libro en el cual las alusiones al patrón oro no

⁴ El segundo tomo de la monumental biografía de Skidelsky (1992) se titula: *John Maynard Keynes. The Economist as Saviour 1920-1937* y cubre los años centrales de la vida de Keynes. La biografía completa se ha publicado recientemente en español (ed. RBA, 2013).

son centrales⁵. En 1937 publicó varios artículos, siendo de especial relevancia el dedicado a contestar a los críticos de la Teoría General⁶. La enfermedad de ese año mermó su capacidad de trabajo aunque sus últimas energías las dedicó a la financiación de la guerra y, sobre todo, al diseño de las instituciones (Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial) que emergieron de *Bretton Woods*⁷.

En los tres grandes temas citados el patrón oro ocupa un lugar central⁸. Me referiré muy brevemente a cada uno de ellos para situar el objetivo de este trabajo que, como he señalado en la Introducción, se centra en los efectos microeconómicos que produce la devaluación interna.

2.1. Las consecuencias de las variaciones en el nivel de precios

«Una simple analogía de la elección entre deflación y devaluación podría ser la de un hombre que ha ganado peso y tiene dificultad para encajar en su ropa. Puede elegir entre adelgazar –esto es, deflación– o alternativamente aceptar que el mayor peso es ya irreversible y ha de modificar su ropa –esto es devaluar–. Pronunciarse sobre deflación o devaluación fue la decisión clave para cada país después de la guerra. La carga de la deflación recayó sobre trabajadores, empresarios y prestatarios, y la de la devaluación sobre los ahorradores. El signo de la economía mundial dependería en las dos décadas siguientes del sendero que tomara cada país. Los Estados Unidos y el Reino Unido tomaron la ruta de la deflación... Alemania y Francia la de la devaluación».

Ahamed (2009, p. 157)

Keynes nunca había mostrado simpatía hacia el patrón oro y hacia lo que estimaba que eran sus rasgos más rígidos y costosos (Rojo, 1984, p. 104). Sin embargo, con su visión pragmática, cuando comprendió que las ideas predominantes empujaban hacia el retorno intentó minimizar los aspectos que consideraba más negativos y consideró todas las opciones posibles.

La opinión pública se mostraba a favor puesto que las fuertes fluctuaciones en el nivel de los precios en la postguerra inducían a buscar anclas a favor de la estabilidad. La guerra había alarmado a financieros y funcionarios del Tesoro respecto a las posibilidades de actuación del gobierno y reclamaban, en consecuencia, una disciplina que no pudiera manipularse y funcionara de manera automática.

⁵ En la Teoría General las alusiones al patrón oro son marginales. Keynes se preocupa más de las condiciones de la producción del metal e incluso de las minas de oro como inversión.

⁶ «The General Theory of Employment» (1937).

⁷ El tercer tomo de la biografía citada de Skidelsky se titula, significativamente, *John Maynard Keynes. Fighting for Britain 1937-1946*.

⁸ Sobre el patrón de oro en la obra de Keynes, el lector interesado no debería prescindir de las tres grandes biografías de Keynes: R.F. Harrod (1951); Skidelsky (1992) y Moggridge (1992). El capítulo 3 de Rojo (1984) ofrece una síntesis excelente. En mi libro sobre Keynes (1998a) trato el tema profusamente; en el Índice (p. 1206) se ofrece un detalle de las páginas en las cuales se alude al patrón de oro desde todos los ángulos.

La experiencia del pasado impulsaba, además, en esa dirección. En efecto, el Reino Unido había renunciado a realizar devaluaciones permanentes de la libra respecto al oro después de las guerras de Guillermo III y de las Napoleónicas (Longdon, 2007, p. 43). El respaldo teórico fundamental lo proporcionaría el Informe Cunliffe (1918) que se pronunciaba por la vuelta del Reino Unido a la disciplina del patrón oro con la paridad de preguerra.

Las medidas adoptadas desde el final del conflicto no pierden de vista esta meta y van preparando el terreno para hacerla posible. La línea de actuación fundamental era promover actuaciones monetarias restrictivas que, aunque afectaran al crecimiento, favorecieran la revaluación de la libra en función del objetivo perseguido. La opinión de Keynes del Informe Cunliffe es muy clara: es una doctrina estrecha y obsoleta que no tiene en cuenta los cambios que ha producido la guerra y que no hace referencia alguna a la estabilidad de precios y al empleo que son, para Keynes, los temas cruciales (Torrero, 1998a, pp. 532, 704).

En las conferencias en el *Institute of Bankers* (15, 22, 29 de noviembre y 5 de diciembre de 1922) Keynes precisa la cuestión del retorno al patrón oro con la paridad de la preguerra. La devaluación de la libra hacía difícil, no imposible, la operación. El argumento del orgullo nacional tenía mayor justificación dado que Londres había sido, y aspiraba a seguir siendo, un centro financiero internacional. Keynes acepta lo inevitable:

«Si nuestra política es, y yo creo que es, restaurar la paridad, entonces nos interesa hacerlo tan rápido como sea posible. El tiempo de transición implica una incertidumbre considerable, y si la libra esterlina va a recuperar la paridad con el dólar, cuanto antes lo hagamos mejor...» (Ibidem, p. 61).

Con todo, Keynes piensa que la política de restaurar la paridad de preguerra es un error y así lo manifiesta de forma explícita. El peso real de la deuda será mayor y la experiencia de revaluación realizada en Checoslovaquia había sido devastadora para la industria de ese país (Ibidem, pp. 58, 59).

La mayor preocupación, no obstante, era la pérdida de autonomía monetaria que comporta el retorno al patrón oro. En el *Tract on Monetary Reform* (1923, IV, pp. 125, 126) expone:

«Por tanto, si el nivel de precios exterior está fuera de nuestro control, debemos someternos a nuestro propio nivel de precios interiores o nuestro cambio se verá afectado por influencias exteriores. Si el nivel de precios exteriores es inestable, no podemos mantener estables a la vez nuestro propio nivel de precios y nuestros cambios. Estamos obligados a escoger».

En el *Tract*, Keynes ofrecía ya un conjunto de propuestas, tomando como objetivo primordial de la política monetaria la estabilidad de los precios nacionales mediante la regulación discrecional, lo cual implicaba el rechazo del patrón oro y de cualquier sistema de tipos de cambio fijos. De manera especial, Keynes rechazaba un

tipo de cambio fijo entre la libra y el dólar puesto que dejaría al Reino Unido inermemente ante las decisiones de la Reserva Federal:

«Por lo tanto, como considero de la misma importancia la estabilidad de los precios, el crédito y el empleo, y como no siento confianza en que un patrón oro obsoleto vaya a garantizarnos ni siquiera la módica estabilidad que proporcionaba en el pasado, rechazo la política de restaurar el patrón oro en la línea de la preguerra. Al mismo tiempo, no me parece sensato acometer un patrón oro «regulado» conjuntamente con los Estados Unidos, según lo recomendado por el Sr. Hawtrey, porque mantiene demasiados defectos del viejo sistema pero sin sus ventajas, y porque nos haría demasiado dependientes de la política y los deseos de la junta de la Reserva Federal» (Ibidem, p. 140).

2.2. Las advertencias de Keynes sobre el retorno del Reino Unido al patrón oro

«La ortodoxia económica, que hemos heredado del siglo diecinueve, asume un alto grado de fluidez del organismo económico. Eso depende de lo que denominaré principio de difusión, el principio según el cual, cuando alguna perturbación se introduce en cualquier punto del organismo económico, se difunde rápidamente en el organismo completo hasta que se alcanza una nueva posición de equilibrio. Siempre se ha aceptado que el organismo es parcialmente rígido y que la fricción puede retrasar el proceso de difusión. Pero se ha supuesto que tiene suficiente fluidez y movilidad y permite que el principio de difusión sea una buena hipótesis de trabajo».

Keynes (1925f, p. 440).

Planteamiento General

Un obstáculo fundamental que denuncia Keynes es la mayor rigidez de los salarios monetarios respecto a los precios y, por tanto, que sea dudosa la posibilidad de forzarlos a la baja. La reducción de los salarios reales puede producirse por un aumento en el nivel de precios. Los salarios nominales se modifican con lentitud excepto en períodos de perturbaciones revolucionarias. Solo los gobiernos bolcheviques o fascistas pueden imponer reducciones salariales del orden del 20 %. En países democráticos, si un gobierno intentara esta opción perdería las elecciones causando un riesgo de revolución (Dolaster, 2007, p. 188).

Según la interpretación de Keynes, el aumento del desempleo debería exhibirse como prueba del acierto del camino emprendido: la cuestión era si el mayor desempleo forzaría la baja salarial en la medida precisa, puesto que un aspecto esencial del problema radicaba en si la política podía aplicarse con la suficiente fuerza y tenacidad:

«Creo que la gran dificultad de producir una baja de precios mediante un aumento del desempleo radica en que cuando las cosas han llegado a un cierto punto, el gobierno se ve inevitablemente presionado a adoptar medidas políticas que impidan que se cumpla el objetivo» (1925, a, XIX, p. 393).

Existen inconvenientes que impiden un alto grado de flexibilidad en el mercado de trabajo y dificultan la competencia salarial y la movilidad laboral. Keynes apuntó a la dificultad de adaptación para pasar de unos sectores a otros, al obstáculo que implica la vivienda, y la menor predisposición para la adaptación que supone el subsidio de desempleo (Ibidem, p. 396).

El mayor problema para bajar los salarios es que los sindicatos exijan que se ajusten todos los pagos monetarios, y no sólo los salarios, esto es, rentas, beneficios e intereses. En cuanto a rentas y beneficios, al no estar fijadas las cuantías en dinero, bajarán conforme lo hagan los precios, aunque como en el caso de los salarios pueden producirse retrasos que dificulten la transición hacia niveles de precios más bajos que supongan el mantenimiento de los ingresos reales.

Respecto a los contratos de deuda, en particular la deuda pública, la cuestión es sumamente delicada, porque la esencia de cualquier política de bajada de precios es que beneficia a los receptores de intereses a expensas del resto de la comunidad; esta consecuencia de la deflación está profundamente arraigada en nuestro sistema de contratos monetarios. Naturalmente, cabe la opción de un impuesto especial que afecte a los ingresos no salariales y procure igualar los sacrificios entre los distintos perceptores hasta que la bajada de los precios restituya la capacidad real (Torrero, 1998, a, p. 734).

De esta forma, la lección de Keynes es que lo planteado como un camino fácil con soluciones expeditivas basadas en los instrumentos monetarios tradicionales, encierra numerosos interrogantes y dificultades en una sociedad moderna. La vía de la deflación es un método peligroso porque, además, progresa de forma acumulativa una vez que el proceso se ha iniciado si el pesimismo se apodera del mundo de los negocios (1925 b, IX, 225).

La objeción fundamental de Keynes para volver al patrón oro con la paridad de preguerra es que el mundo había cambiado. Los ajustes a la baja de los salarios no podían realizarse con la facilidad e inmediatez anteriores a la Gran Guerra. Se habían consolidado instituciones como los sindicatos, y la representación democrática ejercía mayor presión. El ajuste sería, pues, mucho más costoso, duradero y doloroso que lo previsto por las autoridades del Tesoro y del Banco de Inglaterra.

En la preguerra, la movilidad del capital era muy importante, pero compatible con tipos de cambio estables y un sistema financiero global, puesto que las economías nacionales subordinaban los objetivos a la estabilidad de las monedas respecto al oro. La flexibilidad de los salarios, del empleo y, en definitiva el estándar de vida se acomodaban para conseguir la estabilidad del tipo de cambio:

«El patrón oro era, por tanto, incompatible con los movimientos sindicales, sus demandas de gasto social y las políticas de reducir el desempleo –una realidad que se imponía con el auge de las expectativas sociales y del gasto público después de la I Guerra Mundial» (Bryan y Rafferty, 2007, p. 28).

En la decisión de la vuelta al patrón oro se enfrentaron abiertamente las posiciones de Keynes con las del Tesoro y el Banco de Inglaterra. La decisión final la adoptaría Churchill, ministro de Hacienda entre 1924 y 1929. Niemeyer, principal portavoz del Tesoro, mostró con claridad su posición: la antítesis real se plantea entre el largo y el corto plazo; los banqueros, en conjunto, consideran más el largo plazo que los industriales. Clarke (2009, p. 104) apunta que Keynes no debía sentirse muy convencido con la apelación al largo plazo.

Las autoridades permanecieron unidas en transmitir a Churchill el consejo de la vuelta al patrón oro. El gobernador Norman señalaba que el patrón oro era el mejor gobernador que podría encontrarse en un mundo que es humano, no divino (Ibidem, p. 105). En la que Nasar (2012, p. 317) denominó aciaga cena del 17-3-1925 se expusieron ante Churchill las diferentes posiciones y éste decidió finalmente el retorno al patrón oro⁹.

Lo que se pensaba en aquel momento es que los efectos serían llevaderos y que los sacrificios eran necesarios. Churchill seguía con simpatía la argumentación de Keynes pero éste era un heterodoxo solitario con talento, y sobre el que la opinión oficial era controvertida, de forma que se inclinó por la posición defendida por el Tesoro, la City y el Banco de Inglaterra.

El Banco de Inglaterra propugnaba la fortaleza de la libra por prestigio ante el sistema financiero internacional, por los ingresos de los servicios comerciales y bancarios, esenciales para la Balanza de Pagos del Reino Unido, y por el menor coste de las importaciones. Además, como el gobernador Norman reconocería más adelante, los problemas sociales y políticos no eran objetivos básicos de la institución (Torre-ro, 1998a, pp. 713, 714).

Por su parte, el Tesoro apuntaba a la debilidad de la industria y a los excesivos costes monetarios como la razón básica de la falta de dinamismo industrial. Las políticas monetarias permisivas aunque supusieran un alivio temporal retrasaban las reformas que precisaba la industria para mejorar la competitividad. Ciertamente, sin embargo, que en el Memorandum que envía Churchill a Niemeyer, señala que le gustaría ver a las finanzas menos orgullosas y a la industria más contenta (Skidelsky, 1992, p. 198; Moggridge, 1992, pp. 428, 429).

El gobernador Norman advirtió a Churchill de que si elegía el retorno al patrón oro pudiera ser que fuera insultado por los ignorantes, los jugadores, y los anticuados industriales, pero si no se decidía por el patrón oro sería denigrado por los instruidos y por la posteridad.

Churchill era consciente de la carga que supondría para la industria británica. Manifestó a sus consejeros que el Banco de Inglaterra estaba feliz con el mejor crédito del mundo y simultáneamente con un millón y cuarto de parados. Churchill se

⁹ Partícipes y detalles de esta cena en Moggridge (1992, pp. 428-30).

dio cuenta de su error en 1927 y culpó a Norman y al Tesoro de haberlo aconsejado mal (Ahamed, 2009, pp. 232, 239).

Dos argumentos del Tesoro y del Banco de Inglaterra resultarían decisivos: el primero, que la diferencia entre los precios ingleses y americanos era muy reducida y podía salvarse con un pequeño sacrificio; el segundo, que el retorno al patrón oro promovería el empleo al proporcionar un marco financiero estable, de manera que no había contradicción entre los intereses financieros e industriales sino que se trataba de sacrificar el corto plazo por los efectos más permanentes y beneficiosos del largo plazo (Skidelsky, 1992, pp. 198, 199).

El punto de vista oficial pasaba por un conjunto de gradaciones: o no tendría un efecto importante sobre la actividad productiva; o este efecto era susceptible de un ajuste conveniente y aún inevitable; o los costes del ajuste de la actividad productiva eran, en fin, inferiores a los beneficios que se obtendrían por la vía de la prestación de servicios financieros en el ámbito internacional (Torrero, 1998, p. 724).

La posición de Keynes, en cuanto a la conveniencia del retorno al patrón oro del Reino Unido, puede resumirse en los puntos siguientes: era factible la vuelta al patrón oro y, en el caso inglés, el prestigio financiero era un factor adicional a favor del retorno; sin embargo, puso de relieve las dificultades y coste del ajuste, en particular por la rigidez de los salarios. La mejor opción para Keynes era la estabilización monetaria con la paridad existente, esto es, sin pretender restaurar la de preguerra, advirtiendo que las proclamas voluntaristas debían someterse a las posibilidades reales y a la consideración de los intereses generales (Ibidem, p. 771).

Incidencia del retorno al patrón oro sobre las distintas actividades y sectores productivos

«El argumento a favor de la flexibilidad de los tipos de cambio es, por extraño que pueda parecer, prácticamente idéntico al del cambio de horario para ahorrar tiempo. ¿No es absurdo cambiar el reloj en verano cuando se podría conseguir exactamente lo mismo si cada persona cambiara sus costumbres? Todo lo que se necesitaría sería que cada uno decida llegar a su oficina o tomar el almuerzo una hora antes, etc. Pero, como es obvio, es mucho más sencillo cambiar el reloj que guía a todos en lugar de pretender que cada uno cambie su comportamiento en relación a la hora, incluso aunque todos deseen hacerlo. La situación es exactamente la misma a la del mercado de divisas. Es mucho más sencillo que se cambie un único precio, el tipo de cambio, que confiar en que se modifiquen multitud de precios y que en su conjunto configuran la estructura interna del precio».

Friedman (1953, p. 173).

Johnson (1975, p. 110) expuso con agudeza los aspectos paradójicos de la sobrevaloración de la libra por cuanto implicaba una mejora del nivel de vida para los funcionarios de alto nivel y para los profesionales, así como para los rentistas, propietarios de negocios bien establecidos y grandes propietarios; también la ma-

yoría de los trabajadores que podían mantener el empleo se beneficiaban. El provecho de estas amplias capas ayudó a mantener la idea de la prosperidad británica, al tiempo que se ampliaba la diferencia entre empleados y desempleados, y la sensibilidad social al respecto. Las tensiones, las protestas y el desempleo se concentraron en los sectores exportadores y la crisis de éstos fue socavando el potencial británico, acentuando el declive industrial iniciado unas décadas antes (Torrero, 1998a, p. 753).

Según Skidelsky (1992, p. 201), Keynes distingue por vez primera en 1925 los efectos de la revaluación de la libra en las industrias protegidas (*sheltered*) de la competencia internacional y en las expuestas a los rigores de los mercados internacionales (*unsheltered*). Es cierto que de ese año datan los análisis más perfilados, pero en escritos de años anteriores se apreciaba la preocupación de Keynes por distinguir en las actividades comerciales e industriales, las que sufrían con mayor contundencia la revaluación de la moneda.

En la primera conferencia pronunciada en 1922 en el *Institute of Bankers*, analiza la situación monetaria de Alemania sumida en una hiperinflación dislocadora de las relaciones económicas y sociales. Keynes recalca la distinta dificultad de los sectores para adaptar los precios internos a las bruscas alteraciones de la paridad del marco. Señaló, a estos efectos, que las mercancías se dividen en tres categorías: mercancías que pueden ser objeto de comercio exterior, las cuales responden rápidamente a los cambios del valor oro del marco; en la posición contraria se encuentran la mayor parte de los servicios cuya capacidad de adaptación es mucho más lenta; y entre las dos situaciones se sitúan un conjunto amplio de artículos que responden en un grado variable dependiendo de la incidencia en la utilización de las importaciones (XIX, pp. 21, 22).

En sus declaraciones ante el *Committee on the Currency and Bank of England* de Julio de 1924, Keynes advirtió de la dificultad de reducir los salarios en un 12 %, que era la deflación que estimaba para acomodar los precios internos a la paridad monetaria de preguerra, apuntando a la distinta incidencia sectorial, y cómo en determinadas exportaciones los nuevos precios las dejarían fuera del mercado; la capacidad de rebajar los costes monetarios dependía de la sensibilidad de los componentes y de la importancia relativa de las distintas rúbricas de costes. Las posibilidades de ajuste a la baja serían tanto mayores cuanto más peso tuvieran las mercancías importadas:

«Considérese el carbón o las industrias del hierro y el acero, donde los bienes importados que emplean son insignificantes. Incluso en el caso de los productos de algodón los costes y las primeras materias importadas no ascienden a más del 30%, o cifras cercanas. En este caso, una rebaja del 10% en las materias primas sólo supondría una rebaja del 3% en el producto terminado» (XIX, p. 249).

Las contribuciones más importantes de Keynes en cuanto a la incidencia intersectorial de la revaluación de la esterlina se producen, a mi juicio, en 1925¹⁰. En ese año¹¹ Keynes distingue tres tipos de situaciones: 1) las materias primas cuyos precios se fijan en los mercados internacionales en términos de oro, casi iguales en todos los países; 2) los bienes manufacturados objeto de comercio exterior cuyos precios no pueden diferir demasiado sin afectar de inmediato a las corrientes comerciales, y 3) los bienes como la vivienda, los servicios personales o las tarifas ferroviarias, que pueden mantener durante un tiempo una cierta diferencia en cuanto a sus precios oro con los de otros países.

A largo plazo, no obstante, también este tercer grupo de bienes y servicios debe alinearse en cuanto a precios puesto que, de no ser así, el nivel salarial y el coste de los bienes y servicios en las actividades protegidas pero consumidas en las actividades expuestas deterioraría la capacidad de competir en los mercados internacionales, de forma que el oro saldría del país o el tipo de cambio se corregiría hasta que los precios internos se situaran en niveles compatibles con el equilibrio de la balanza de pagos. Por estos motivos, el índice del coste de la vida en el que los bienes de esta tercera clase tienen un gran peso, puede dar una idea mejor de la situación real que los índices de precios al por mayor integrados por los bienes de la primera clase (1925c, XIX, pp. 363, 364). La clave del ajuste reside, fundamentalmente, en la resistencia de este tercer grupo para reducir sus precios en línea con el conjunto de la economía:

«Una mejora del tipo de cambio de la esterlina rebaja necesariamente todos los precios de las actividades expuestas a la competencia internacional, y si esto no es acompañado por fuerzas que tiendan a bajar los precios de las actividades protegidas en la misma medida, aquellos que producen en el sector expuesto, se sitúan en dificultades obvias puesto que están vendiendo con los precios de las expuestas, pero comprando y consumiendo en parte, al menos, con los precios de las protegidas» (1925, d, XIX, pp. 373-374).

A partir de 1913, la comparación de los precios de las actividades protegidas tanto con los de las expuestas como con los de otros países demostraba, a juicio de Keynes, que la clave del éxito en cuanto a la deflación del nivel general de precios residía en la corrección de las diferencias de precios entre las actividades protegidas y expuestas. Se planteaban tres alternativas: 1) los precios de las actividades expuestas podían elevarse relativamente respecto a los de las protegidas por un alza en los precios mundiales; 2) los precios de las actividades expuestas podían elevarse relativamente respecto de los de las protegidas por una baja del tipo de cambio de la esterlina; y 3) los precios de las protegidas podían bajar más que los

¹⁰ 1925 (a) (c) (d) (e).

¹¹ El contenido de este apartado está basado en mi libro sobre la obra de Keynes (1998a), en especial pp. 756-760.

de las expuestas. La primera posibilidad dependía de la fortuna y estaba, por tanto, fuera del alcance de los gobernantes; la segunda alternativa era la que Keynes consideraba adecuada «para restaurar el equilibrio con la menor perturbación posible en el proceso de producción y en la paz industrial», pero la dirección que se había tomado era justo la contraria al revaluar la libra de forma que sólo queda la tercera alternativa para restablecer el equilibrio. Por tanto, de acuerdo con este planteamiento, corresponde analizar el proceso causal por el cual se va a realizar el ajuste en esta última opción.

La política monetaria, esto es, el alza en los tipos de interés y la restricción del crédito, es a juicio de Keynes el instrumento que las autoridades aplicarían para compensar un desequilibrio que no había sido analizado en profundidad y la única vía de presión era mantener esa política con la dureza precisa para que los salarios de las actividades protegidas flexionaran a la baja.

El efecto del tipo de interés hay que considerarlo en relación a los flujos exteriores y en cuanto a la incidencia sobre el sistema productivo; el éxito en el logro de la preservación del equilibrio exterior puede actuar en contra de las necesidades internas, pero dejando a un lado este problema, el tipo de interés actuaría en las actividades protegidas como en las expuestas, aunque el margen de beneficio de estas últimas era mucho más reducido, de manera que la incidencia de los altos tipos de interés podía conducir a una situación de equilibrio aparente mediante: «la destrucción progresiva de nuestras industrias de exportación más débiles y, al mismo tiempo, compensando el déficit del comercio exterior, mediante la disminución en la medida necesaria de las salidas netas de capital al exterior» (1925, d, XIX, p.376).

La exposición más detenida y completa, a mi juicio, de la dinámica de ajuste entre actividades expuestas y protegidas de la competencia internacional es la realizada ante el *Committee on Industry and Trade* el mes siguiente (1925a). Keynes expone con claridad la dificultad del ajuste entre los niveles de precios de las actividades protegidas y expuestas, que supone se intentará realizar mediante medidas monetarias. El instrumento del tipo de interés utilizado por el Banco de Inglaterra no tiene más vía de ajuste que intensificar el desempleo hasta que se acepten bajas salariales, pero, por razones sociales y políticas, era difícil que el gobierno mantuviera la presión suficiente para que estos efectos se produjeran en la magnitud necesaria. La difícil simultaneidad en la reducción salarial daría lugar a resistencia y dificultades en el ajuste, lo cual implicaría que el proceso no solo fuera doloroso sino duradero.

En el mes de agosto de 1925(f) y con ocasión de responder a las observaciones de Walter Leaf, presidente del Westminster Bank, Keynes refina aún más su análisis agrupando los bienes y servicios en función de su capacidad de mantener sus precios oro respecto a los vigentes en otros países.

El primer grupo, Clase A, lo integran las materias primas objeto de comercio internacional como el trigo, el algodón, el cobre y el carbón.

El segundo grupo, Clase B, lo constituyen los artículos que componen el índice del coste de la vida en el cual el peso de los alimentos supone un 60 por ciento que, en gran medida, son artículos de la Clase A, de manera que una mejora en el tipo de cambio tiende a rebajar el coste de la vida si bien la incidencia no es completa ni inmediata.

La tercera categoría, Clase C, la constituyen los salarios. Si se produce una reducción del coste de la vida habrá una tendencia a la reducción. «Pero no hay ninguna fuerza automática que los haga caer en promedio tanto como el coste de la vida. No hay medio de presionar a la baja excepto por el desempleo y el conflicto laboral».

La cuarta clasificación de bienes, la D, está conformada por servicios domésticos que no responden de manera directa a las mejoras del tipo de cambio o a reducciones de los artículos incluidos en la Clase A. Las tarifas ferroviarias y postales, los seguros, los impuestos y los costes financieros responden a estas características.

El coste de las manufacturas, Clase E, se compone de los costes en que incurren los fabricantes en los bienes y servicios A, B y C. Si los de la Clase A entran en una gran proporción del coste, el fabricante podrá reducir los precios, pero en cuanto a las rúbricas B y C sólo podrá reducir sus precios de venta a costa de su margen de beneficio. Keynes divide a las manufacturas en tres subgrupos en función del peso del comercio exterior en su estructura de costes; así en la clase E_1 integra los productos en los que las exportaciones e importaciones no son importantes y en las cuales el fabricante no se encuentra obligado a reducir su precio como consecuencia de una reducción de los costes de producción. En cuanto a los bienes sujetos a la competencia internacional, los divide en aquellos en los que no puede esperarse un aumento inmediato de la oferta de productos de la misma calidad, Clase E_2 , y los que pueden obtenerse con rapidez en otras partes, Clase E_3 . Naturalmente, la exposición ante modificaciones del tipo de cambio es mayor según se avanza de E_1 a E_3 , de forma que los problemas se concentran en las categorías E_2 cuyo ejemplo lo constituyen los textiles y en la E_3 integrado por la minería del carbón, la industria siderúrgica y las actividades navales.

En este esquema, la cuestión fundamental consiste en la resistencia de las categorías C y D para responder ante un incremento del valor de la esterlina y hasta que sus precios no hayan bajado hasta el nivel de los de clase A, los correspondientes a la B y E se mantendrán demasiado elevados y constituyen la evidencia de que la libra está sobrevalorada.

La comprobación empírica de Keynes de la evolución de los índices de precios de cada una de las categorías desde 1913 y el impacto adicional del retorno al patrón oro corrobora perfectamente su planteamiento analítico. El párrafo que sigue es buena muestra tanto de su indignación como de la generalizada incomprensión de los mecanismos económicos.

«Cuando escribí mi folleto sobre *The Economic Consequences of Mr. Churchill*, no había previsto que se negaran cuestiones claras y evidentes; básicamente, que nuestros costes monetarios eran demasiado altos y que el retorno a la paridad oro había agravado este hecho. Los porcentajes exactos están abiertos a la discusión; pero creía y aún creo, que los hechos fundamentales eran incontrovertibles. Quizá debía haber aprendido de mis experiencias después del Tratado de Versalles, la indignación moral apasionada que puede provocar la declaración de una verdad económica. Sin embargo, la afirmación del Dr. Leaf de que la libra esterlina está realmente infravalorada todavía, me ha dejado sin aliento» (1925, f, XIX, p. 432).

La evolución de los precios en las actividades protegidas y las expuestas en 1925 y 1926 confirmó plenamente el análisis de Keynes. La comparación entre la evolución similar de los índices de precios al por mayor americanos e ingleses contrastaba con las elevaciones más acusadas de los índices salariales y del coste de la vida británicos. Basándose en este planteamiento, Keynes elabora un índice que relaciona la evolución de los precios de los sectores protegidos, menos sensibles a las presiones deflacionistas, con los precios de los sectores expuestos a la competencia internacional. La evolución de este ratio entre 1925 y 1926 corrobora su planteamiento respecto a la distinta capacidad de resistencia de los sectores (1927a y 1927b).

2.3. **Las razones del lento crecimiento de la economía del Reino Unido (1925-1931)**

Consecuencias del retorno al patrón oro para la industria británica

«La lección del mal funcionamiento del patrón oro en las décadas de 1920 y 1930 es que un sistema de tipo de cambio fijo necesita una institución capaz de manejar los desequilibrios externos proporcionando financiación de emergencia cuando los mercados de capital lo precisen, así como diseñar y supervisar programas de ajuste encaminados a reducir esos desequilibrios».

Gros y Mayer (2010, p. 4)

Catorce meses más tarde del retorno al patrón oro, Keynes publicó un artículo memorable en el que contrasta sus pronósticos con lo sucedido hasta entonces. Recuerda que la cuestión fundamental planteada era la dificultad de que se produjera un ajuste en los principales costes que compensara la moneda revalorizada. Así, las mercancías objeto del comercio internacional se ajustarían rápidamente; las que entran en el coste de la vida lo harían con menor rapidez; otras, como los salarios, mostrarían mayor rigidez; y por último, los ingresos monetarios acordados en los contratos de deuda permanecerían inalterables: «La cuestión surge de los diferentes ritmos de ajuste y del hecho de que es extremadamente difícil acelerar los que se

mueven con menor rapidez, excepto por métodos de deflación o de repudio que plantean otro tipo de problemas» (1926, XIX, p. 553).

En ese proceso de ajuste, el peso inicial recae sobre las industrias de exportación y también sobre el presupuesto, ya que en términos monetarios los ingresos descienden y los pagos, en particular los intereses de la deuda, se mantienen fijos: «Nuestro carbón, hierro, acero, y la construcción de buques son ejemplos de las actividades peor situadas» (1925e, pp. 428, 429).

El carbón ocupa el primer lugar en la vulnerabilidad puesto que es extraordinariamente sensible a la modificación de precios que implicaba la revalorización de la libra, ya que una parte fundamental de la producción se dedicaba a la exportación; además, la industria del carbón consumía pocos productos de importación cuyos costes reducidos en libras pudieran servir de compensación, y los salarios constituían una alta proporción de los costes de producción. Keynes avisó de las dificultades de reasignación del empleo y de la escasa movilidad incluso dentro del mismo sector.

La cuestión de la flexibilidad del mercado de trabajo, puntal del sistema financiero global, sería esencial en la crítica a Churchill sobre el retorno al patrón oro. En esencia, Keynes argumentó que la defensa por los sindicatos del nivel de vida alcanzado, era incompatible con que la máquina económica actuara como una apisonadora, sin encontrar obstáculos e incluso provocando el aplauso (Bryan y Rafferty, 2007, p. 29).

El error fundamental del Tesoro y del Banco de Inglaterra se ha debido desde el principio –escribe Keynes– a la creencia de que si con su actuación desencadenaban una deflación de precios, el resultado automático sería la reducción de costes:

«Los acontecimientos de este período confirman la conclusión de que en las condiciones modernas una reducción drástica de salarios no sólo es políticamente imposible, sino también una torpeza, porque los salarios en los que probablemente más incidirá el intento son los que se encuentran ya en niveles relativamente bajos debido a su posición negociadora débil» (1928, XIX, p. 763).

Es significativo que en *The Economic Consequences of Mr. Churchill*, el carbón sea el único sector económico al que se dedica un apartado para analizar las consecuencias de la modificación del tipo de cambio. Como pronosticó Keynes, los precios del carbón en el mercado internacional eran tan ajustados que el efecto de una variación del 10 % del cambio marcaba la frontera de poder exportar o no. Se entiende que rechazara airado la afirmación de Churchill de que el tipo de cambio tenía la misma relación con las dificultades del carbón que la corriente del Golfo (1925b, pp. 210, 220, 227).

Las relaciones entre los mineros y los propietarios de las minas fueron cada vez más difíciles ante la lucha por repartir los efectos del ajuste inevitable. La crispación

social se extendió a otros sectores y culminó con la huelga general que se produjo entre el 3 y el 12 de mayo de 1926¹².

En un informe reciente, el Fondo Monetario Internacional (FMI) (2012) revisa episodios de los países que han debido afrontar acumulaciones de deuda pública importantes. El primer caso que analiza es la estabilización del Reino Unido después de la Gran Guerra. El resultado de las políticas restrictivas que hicieron posible el retorno al patrón oro con la paridad de preguerra, fue un período prolongado de bajo crecimiento que contrasta con el avance de otras naciones monetariamente más permisivas (p. 110). Keynes se lamenta:

«El Banco de Francia sale mucho más fuerte que el Banco de Inglaterra; y cualquier persona tiene todavía la impresión de que Francia es el último baluarte del ahorro tenaz y la mentalidad rentista. Es bien verdad que ser bueno no compensa» (1928a, p. 85).

A partir del retorno al patrón oro en 1925, Keynes considera esta decisión como la razón fundamental del débil crecimiento del Reino Unido, limitación que se aliviaría en 1931 con el abandono, recibido por Keynes con entusiasmo. La cotización de la libra bajó un 30 % en el mercado de divisas (White, 2013, p. 296).

Keynes acertó al resaltar que Inglaterra había estado compitiendo en inferioridad de condiciones respecto a Alemania y Francia; y también acertó al advertir la dificultad del sistema económico en adaptar sus costes a la baja para compensar la revalorización. Skidelsky (1992, p. 191) nos recuerda que Keynes fue el único experto en considerar en 1924 la posibilidad de una devaluación, opción radicalmente descartada por otros, como Pigou.

En definitiva, se había confirmado el análisis de Keynes en 1922: «El mundo capitalista moderno está incluso menos adaptado, a mi juicio, para soportar fluctuaciones violentas de revaluación monetaria que de devaluación. Cualquiera de esas opciones es desaconsejable y no debe emprenderse a propósito» (p. 60).

Con todo, concentrar los problemas del Reino Unido en el retorno al patrón oro con la paridad de preguerra, creo que dificulta la comprensión de las razones económicas y sociales fundamentales que condicionaban la competitividad de la industria británica. Skidelsky (1992, p. 201) señala, no obstante, que Keynes no descuidó los problemas de la oferta, pero pensaba que poco podía hacerse en las condiciones establecidas dada la probada rigidez a la baja de los salarios monetarios. Difiero de esa opinión; creo que las fuentes de información e inspiración de Keynes no facilitaban el análisis de los condicionantes microeconómicos que explicaban el escaso pulso industrial.

¹² En mi libro sobre Keynes (1998a), en el Índice (p.1205) se ofrece un detalle de las páginas dedicadas a la industria del carbón y a la lucha entre patronos y obreros por apropiarse del excedente.

Es cierto que la falta de competitividad de la industria británica tenía una causa añadida a la sobrevaloración de la moneda: los salarios superiores a los continentales. Keynes no señala, sin embargo, que eran ya apreciablemente más bajos que los americanos, y los Estados Unidos, no obstante, acaparaban unas cuotas crecientes del comercio mundial. De manera que su afirmación de que «No es verdad que seamos técnicamente ineficientes» (Keynes, 1925, h, p. 442), precisa matizarse con cuidado.

Una de las limitaciones más importantes de la visión de Keynes de la economía inglesa es que centra su atención en las empresas existentes, y descuida el entorno social y empresarial (los *animal spirits* en los que haría hincapié en la Teoría General). Marshall, un académico enclaustrado, había detectado con mayor sensibilidad las razones profundas del declive industrial inglés¹³.

Comparto la opinión de Rojo al definir el marco en que Keynes desarrolla la parte fundamental de su vida profesional: «Una economía afectada por intensas perturbaciones estructurales y cíclicas que había dejado atrás el siglo XIX y su papel preponderante como pionera del industrialismo... (1984, p. 89) y también cuando afirma: «Ninguna reducción factible de los salarios reales y ninguna devaluación aceptable de la libra habrían podido resolver los problemas de los sectores tradicionales en crisis» (Ibidem, p. 88).

En el *Treatise on Money* (1930), Keynes insiste en la responsabilidad del retorno al patrón oro del declive industrial. Llega a afirmar que de no haber sido por esa infortunada operación, el comportamiento de la economía inglesa hubiera sido similar a la norteamericana. Keynes recibe con alegría la ruptura de los grilletos del oro. Una semana después escribe:

«En muchos sectores comerciales, el fabricante británico debe ser hoy el productor más barato del mundo, en términos de oro. Obtenemos estas ventajas sin una reducción de salarios y sin conflictos industriales. Las obtenemos de una manera estrictamente limpia para cada grupo de la comunidad, sin ningún efecto sobre el coste de la vida» (1931, p. 246).

Keynes había acertado, sin embargo, en detectar la dificultad de realizar una devaluación interna en el Reino Unido para compensar la competitividad perdida: el mundo de la postguerra había cambiado y no era posible ya que los costes salariales se ajustaran a las exigencias de un tipo de cambio fijo. El patrón oro no lo era en términos legales pero se entendía obligado por el compromiso moral asumido: cierto era, no obstante, que el respeto al deber aceptado se traducían en aumento de la confianza, de los depósitos en la City y de las operaciones financieras.

¹³ Ver en este sentido Torrero (1996b).

La posición del Banco de Inglaterra y la del Tesoro

«Hayek: Era algo que me diferenciaba de casi todos mis amigos: ellos estaban a favor de tipos de cambio flexibles, y yo tenía que justificar mi apoyo a un régimen de tipos fijos. Llegué a la conclusión de que lo quería no por el interno convencimiento de que fuera un sistema necesariamente mejor, sino porque era la única disciplina a que se sujetaban los gobiernos. Si se les dispensaba de ello, el proceso democrático –que he analizado bajo diferentes condiciones– necesariamente acabará conduciendo a la inflación. Mi defensa del régimen de cambios fijos era, en cierto modo, limitada: a lo que me oponía era a que se abandonara únicamente porque la gente prefería cambios flexibles para facilitar la inflación».

Hayek (1994, pp. 210, 211).

La etapa del patrón oro (1925-1931) fue de semiestancamiento para el Reino Unido en un mundo en expansión, y la razón fundamental debe ser entendida en términos de la erosión de las bases institucionales que permitían operar en el período de preguerra (Eichengreen, 1996a, p. 379). La política entró en acción y las medidas económicas tuvieron que adaptarse a un entorno con creciente influencia de la opinión pública, y en consecuencia de los votantes. Se puso en evidencia, de forma progresiva, que el régimen democrático era incompatible con la prioridad absoluta del patrón oro (Rodrik, 2011, pp. 63, 64). Como expresivamente se ha sintetizado, el patrón oro se hundió definitivamente cuando los trabajadores pudieron votar y echaron del poder a los políticos que predicaban austeridad (Farrell y Quiggin, 2011, p. 98): Así:

«Con el desarrollo del sindicalismo y la burocratización de los mercados de trabajo, los salarios no respondían a las perturbaciones con la rapidez tradicional. Los episodios negativos causaban desempleo, intensificando la presión sobre los gobiernos para que reaccionaran, poniendo en peligro el patrón monetario. Los gobiernos de postguerra fueron cada vez más susceptibles de ser presionados por la extensión del derecho al voto, el desarrollo de los partidos parlamentarios laboristas, y el crecimiento del gasto social. Ninguno de los factores que soportaban el patrón oro de preguerra podían considerarse garantizados.

Una lección de este episodio es la futilidad de intentar la marcha atrás en el tiempo» (Eichengreen, 1996b, pp. 45, 46).

La interpretación por el Tesoro y, sobre todo, por el Banco de Inglaterra de lo que estaba aconteciendo tenía un sesgo claro hacia la prioridad de los intereses financieros. En sus declaraciones ante el Comité MacMillan¹⁴ el gobernador dejó cla-

¹⁴ El Comité MacMillan es extraordinariamente importante para seguir la evolución del pensamiento de Keynes en años clave. Su primera reunión fue el 5-11-1929 y celebró 100 sesiones. Al final de mayo de 1931, Keynes embarcó para América y en octubre de 1930 publicó el *Treatise on Money*. Se trata,

ramente expuesta su opinión de que los problemas residían en la industria, no en las finanzas; las dificultades no procedían del retorno al patrón oro, apuntando que parte de la culpa la tenían Francia, Bélgica y Alemania que en su retorno al oro habían establecido unas paridades que perjudicaban al Reino Unido; a la pregunta de Keynes de por qué creía que habían practicado esas políticas, la respuesta del Gobernador fue que lo ignoraba (Clarke, 1998, pp. 126, 127). El Banco de Inglaterra insistía en que la cuestión residía en la falta de competitividad de la industria británica y que las soluciones monetarias y financieras sólo servirían para retrasar la necesidad de afrontar la realidad de esta situación (Ibidem, p. 141).

En cuanto al Tesoro, apuntaba también a las condiciones de la oferta, a los excesivos costes monetarios de la producción como la auténtica razón de la falta de dinamismo industrial. La fortaleza del tipo de cambio no se había traducido en menores costes de producción que hubieran favorecido la mejora de las exportaciones. Keynes, naturalmente, está de acuerdo con el diagnóstico en lo que se refiere a la falta de competitividad de la industria inglesa, aunque haga hincapié en la responsabilidad del retorno al patrón oro con la paridad de preguerra. No es sorprendente que acogiera con indignación el reconocimiento del Tesoro sobre el excesivo nivel de costes en la industria.

3. NOTA FINAL. LA IMPORTANCIA DE LAS IDEAS

«La cuestión es que el sistema de tipo de cambio es un sistema en el cual los países en ambos lados de la relación del tipo de cambio tienen la responsabilidad de contribuir a la estabilidad y a la fluidez operativa del sistema internacional; no puede asignarse toda la responsabilidad del ajuste a los países con déficit. Keynes aprendió esta lección de su experiencia en la Gran Depresión. Por esta razón deseaba impuestos y sanciones para los países con superávit crónicos en la propuesta de *clearing union* que desarrolló durante la segunda Guerra Mundial. Más de sesenta años después, parece que hemos olvidado este asunto».

Temin (2012, p. 26)

La salida del patrón oro forzada por la crisis, se realizó, no obstante, de manera ordenada y sin traumas; se consideró inevitable y se hizo después de resistir todo lo posible para preservar el prestigio de la City. Se aliviaron las presiones y la economía del Reino Unido tuvo una reacción positiva.

Lo anterior no quiere decir que el Tesoro y el Banco de Inglaterra cambiaran sus ideas básicas, a la vista de la reacción positiva de la economía. La visión ortodoxa consideró que la crisis financiera, que había obligado a la salida del patrón oro, se había debido a un doble motivo: los extranjeros no habían respetado las reglas del

pues, de años decisivos en los cuales la Gran Depresión fue adquiriendo cada vez más protagonismo. Es fundamental el detallado Capítulo 2 del vol. XX de los *Collected Writings*, pp. 38-310.

juego, y la industria británica no había estado a la altura de las circunstancias, abriendo así la brecha de la balanza de pagos (Cain y Hopkins, 1993, pp. 57-78).

En diciembre de 1931, según cita Skidelsky (1992, p. 432), *The Times*, el campeón de la ortodoxia monetaria, sentenció que la industria había fallado en realizar el ajuste necesario aunque apunta este autor que el periódico abrió las puertas a Keynes, el cual utilizaría profusamente esta tribuna en la década de los treinta.

De manera que el abandono del patrón oro se hizo a regañadientes por los poderes financieros. Incluso en medio de lo más profundo de la Gran Depresión, los directivos del Banco de Inglaterra estaban preocupados por los posibles efectos inflacionistas de la flotación de la libra. Así, según Cain y Hopkins, el abandono del patrón oro no significó el reconocimiento por parte de los responsables de que se había cometido un error al exigir a los agentes e instrumentos unos resultados que excedían a una evaluación realista de sus posibilidades.

El mantenimiento del prestigio de la ortodoxia en un período en el que sus recetas, actuación y pronósticos ofrecen un balance tan negativo, no debería extrañarnos demasiado. Un párrafo de la Teoría General, respecto al mantenimiento de la reputación de la ortodoxia pese a que sus enseñanzas no eran adecuadas para explicar la realidad, me parece que refleja el trasfondo de la situación actual:

«Creo que el hecho de haber llegado a conclusiones completamente distintas de las que una persona sin instrucción del tipo medio podía esperar, contribuyó a su prestigio intelectual. Le dio virtud el hecho de que sus enseñanzas transportadas a la práctica eran austeras y a veces insípidas; le dio belleza el poderse adaptar a una superestructura lógica consistente; le dio autoridad el hecho de que podría explicar muchas injusticias sociales y la aparente crueldad como un incidente inevitable en la marcha del progreso, y que el intento de cambiar esas cosas tenía, en términos generales, más probabilidades de causar daño que beneficio; y, por fin, el proporcionar cierta justificación a la libertad de acción de los capitalistas individuales le atrajo el apoyo de la fuerza social dominante que se hallaba tras la autoridad» (1936, pp. 32, 33).

La reacción de la ortodoxia siempre me recuerda la pretensión de que los agentes salten una altura de dos metros; si la gran mayoría no lo consiguen es porque no se esfuerzan lo suficiente y no están al nivel que se requiere. La responsabilidad nunca recae sobre los que proponen objetivos irreales. Nada nuevo bajo el sol.

Bordo (2007, p. 5) ha señalado que la vuelta al patrón oro en 1925 es considerada por muchos estudiosos (Eichengreen, Temin, Bernanke, James y otros) como una decisión clave. El retorno, sin corrección previa de los desequilibrios producidos por la guerra, dió lugar a debilidades importantes (liquidez insuficiente, fragilidad y falta de credibilidad) que causaron finalmente el desmoronamiento del siste-

ma monetario internacional en 1931 y fue crucial en el agravamiento de la Gran Depresión.

Termino con la advertencia derivada del análisis reciente del FMI (2012) sobre el episodio del retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925:

«El caso del Reino Unido refuerza este mensaje (que los esfuerzos de consolidación fiscal deben complementarse con medidas de apoyo al crecimiento...) pero ofrece también una lección de advertencia a los países que intenten una devaluación interna. La combinación de políticas monetarias y fiscales restrictivas, con objeto de reducir significativamente el nivel de precios y el retorno a la paridad de preguerra, tuvo consecuencias desastrosas. Alto desempleo, crecimiento lento y –lo más relevante– deuda pública creciente» (p. 125).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

En las citas figura el año de la publicación original, aunque se precise, en caso necesario, de donde se toman las referencias.

- AHAMED, L. (2009): *Lords of Finance. The Bankers who Broke the World*. The Penguin Press. New York.
- BORDO, M.D. (2007): «Growing up to Financial Stability». *NBER* nº 12.993. March.
- BRYAN, D. y M. RAFFERTY (2007): «Financial Derivatives: Bubble or Anchor?», en L.A. Assassi, A. Nesvetailova y D. Wigan (eds.): *Global Finance in the New Century. Deregulation and Beyond*. Palgrave MacMillan. Great Britain.
- CAIN, P.J. y A.G. HOPKINS (1993): *British Imperialism: Crisis and Deconstruction 1914-1990*. Longman, Singapore.
- CLARKE, P. (1988): *The Keynesian Revolution in the Making 1924-1936*. Clarendon Press. Oxford.
- (2009): *KEYNES. The Twentieth Century's Most Influential Economist*. Bloomsbury Publishing. Great Britain.
- COASE, R. (2012): «Saving Economic from The Economists». *Harvard Business Review*. December, p. 36.
- COGDON, T. (2007): *Keynes, the Keynesians and Monetarism*. Edward Elgar. Great Britain.
- DOSTALER, G. (2007): *Keynes and his Battles*. Edward Elgar. Great Britain.
- EICHENGREEN, B. (1996a): «Dejá vu all over again: lessons from the gold standard for European monetary unification», en T. Bayoumi, B. Eichengreen y M.P. Taylor (eds.): *Modern perspectives on the gold standard*. Cambridge University Press.
- (1996b): *Globalizing capital. A history of the international monetary system*. Princeton University Press.
- FARRELL, H. y J. QUIGGIN (2011): «How to Save the Euro and the EU». *Foreign Affairs*. May-June, pp. 96-103.
- FELDSTEIN, M. (1992): «The case against EMU». *The Economist*. 13 de Junio, pp. 19-22
- FRIEDMAN, M. (1953): «The Case for Flexible Exchange Rates», en *Essays in Positive Economics*. The University of Chicago Press. Séptima reimpresión 1970.

- GROS, D. y T.MAYER (2011): «Debt reduction without default». *CEPS (Centre for European Policy Studies). Policy Brief* nº 233, Febrero.
- HARROD R.F. (1951): *La vida de John Maynard Keynes*. Primera edición en inglés. Primera edición en español: FCE. México, 1958.
- HAYEK, F.A. (1994): *Hayek sobre Hayek (Un diálogo autobiográfico)*. Edición preparada por S. Krea y L. Wenan. Publicado inicialmente en inglés. En español: Unión Editorial. Madrid, 2010.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2012): «The Good, the Bad, and the Ugly: 100 years of dealing with Public Debt Overhangs». *World Economic Outlook*. October.
- JOHNSON, F.C. (1975): «Keynes and British economics», en M. Keynes (ed.): *Essays on John Maynard Keynes*. Cambridge University Press.
- KEYNES, J.M. Todas las citas corresponden a los *Collected Writings, Royal Economic Society*. Se especifica el título del trabajo, el año de la primera publicación, el volumen de los *Collected Writings* y las páginas.
- (1922): «Lectures to the Institute of Bankers». 15, 22 y 29 de Noviembre y 5 de Diciembre de 1922 (XIX, pp. 6-76).
 - (1923): *A Tract on Monetary Reform* (IV). Traducción al español FCE, México 1992 y Fundación ICO. Ed. Síntesis. Madrid 2002.
 - (1924): *Committee on the Currency and Bank of England*. 11 July (XIX, pp. 239-261).
 - (1925a): *Committee on Industry and Trade*. Thirty-Fifth Day Thursday 9 July (XIX, pp. 383-416).
 - (1925b): *The Economic Consequences of Mr. Churchill*. (IX, pp. 207-230).
 - (1925c): «The Gold Standard». *The Nation and Athenaeum*. 9 May (XIX, pp. 362-365).
 - (1925d): «The Committee on the Currency». *The Economic Journal*. June (XIX, pp. 371-379).
 - (1925e): «Our Monetary Policy». *The Financial News*. 18 August (XIX, pp. 425-434).
 - (1925f): «To the Editor of The Times». 28 August (XIX, pp. 427-434).
 - (1925g): «The Economic Transition in England». *Conferencia en Moscú*. 15 de Septiembre (XIX, pp. 438-442).
 - (1925h): Discurso en la oficina de Manchester de la Federación de las Industrias Británicas. *The Manchester Guardian Commercial*. 15 October (XIX, pp. 442-447).
 - (1926): «The First-Fruits of the Gold Standard». *The Nation and Athenaeum*. 26 June (pp. 552-556).
 - (1927a): «Mr. McKenna on Monetary Policy». *The Nation and Athenaeum*. 12 February (IX, pp. 200-206).
 - (1927b): «Sheltered and Unsheltered Price Levels». *The Nation and Athenaeum*. 19 February (XIX, pp. 661-664).
 - (1928a): «The Stabilization of the franc». Publicado en *The Nation and Athenaeum*, 30 June. Incluido en *Essays in Persuasion* (1931, IX, pp. 82-85).
 - (1928B): «How to Organise a Wave of Prosperity». *The Evening Standard*. 31 July (XIX, pp. 761-766).
 - (1930): *A Treatise on Money*. (V) 1. *The Pure Theory of Money*. (VI) 2. *The Applied Theory on Money*. Edición en español Ed. Síntesis, Madrid, 2009.
 - (1931): «The End of the Gold Standard». *Sunday Express*. 27 September (IX, pp. 245-249).
 - (1936): *The General Theory of Employment Interest and Money* (VII). Edición en español FCE, México, 1943; Aosta, Madrid 1998, y Síntesis, Madrid 1009.
 - (1937): «The General Theory of Employment». *Quarterly Journal of Economics*. Febrero (XIV, pp. 109-123).
- KINDLEBERGER, CH. (1985): *La crisis económica 1929-1939*. Edición revisada en inglés. Ed. Crítica, Barcelona.
- KRUGMAN, P. (1992): «Second thoughts on EMU», en R. Sato, R.M. Levich y R.M. Ramachandran: *Japan, Europe and International Financial Markets. Analytical and empirical perspectives*. Cambridge University Press, Paperback edition, 1995.
- (2011): Can Europe Be Saved?. *The New York Times*. January 12. Obtenido por Internet, pp. 1-15.
- MOGGRIDGE, D.E. (1992): *Maynard Keynes. An Economist's Biography*. Routledge. London.
- NASAR, S. (2012): *La gran búsqueda. Una historia de la economía*. Primera edición en inglés 2012.

- Edición española: Random House Mondadori. Barcelona, 2012, que es la utilizada.
- POLANYI, K. (1944): *La Gran Transformación. Crítica del liberalismo económico*. Primera edición en inglés. En español, La Piqueta, Madrid 1989. Nueva edición FCE, Argentina, 2007, de donde tomo la cita.
- RODRIG, D. (2011): *La paradoja de la Globalización. La democracia y el futuro de la economía mundial*. Primera edición en inglés, 2011. Antoni Bosh. Barcelona, 2011.
- ROJO, L.A. (1984): *Keynes, su tiempo y el nuestro*. Alianza Editorial. Madrid.
- SEN, A. (2011): «La democracia europea en juego». *EL MUNDO*. 27 de Junio, p. 21.
- SKIDELSKY, R. (1992): *John Maynard Keynes. The Economist as Saviour 1920-1937*. MacMillan London Limited.
- (2000): *John Maynard Keynes. Fighting for Britain 1937-1946*. MacMillan.
- STIGLITZ, J.E. (2010): *FREEFALL. America Free markets, and the Sinking of the World Economy*. W.W: Norton & Company. USA.
- TEMIN, P. (2012): «The Great Recession in Historical Context». Conferencia pronunciada en la Fundación Ramón Areces, 23-2-2012.
- TORRERO, A. (1993): «El año en que la economía española se vió enfrentada a la realidad». *Economistas*, nº 55. Extra: «España 1992: Un balance», pp. 84-86.
- (1996a): «El esfuerzo de convergencia nominal para el conjunto de la economía española». Conferencia dictada en la Universidad del Mar, Águilas, el 26 de Septiembre de 1996. Publicado en *Información Comercial Española*, nº 756, Agosto-Septiembre, 1996, pp. 51-60. Incluida en J. Colina y A. García (dirs.): *España y Maastricht: ventajas e inconvenientes*. Ed. Civitas, Madrid, 1998, pp. 155-173. Publicada de nuevo con una Introducción como Documento de Trabajo 03/2010 por el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Universidad de Alcalá.
- (1996b): «Empresas y empresarios en el Reino Unido. La visión de Marshall y de Keynes». *Revista de Historia Económica*. Año XIV, Primavera-Verano, nº 2, pp. 421-454.
- (1998a): *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*. Ed. Civitas. Madrid.
- (1998b): «Repercusiones del euro sobre la estructura empresarial española», en J.C. Jiménez (edición al cuidado de), *La Economía española ante una nueva moneda: el euro*. Ed. Civitas. Madrid.
- (2001): *Internacionalización de las Bolsas y de las finanzas. Funcionamiento del patrón oro y la moneda única europea*. Ed. Pirámide. Madrid.
- (2003): *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*. Ed. Témpora. Madrid.
- (2006): *Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2008): *Revolución en las finanzas. Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2011a): *La crisis financiera internacional (Cuarto año)*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2011b): *La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2013a): *Keynes y la crisis financiera actual*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2013b): «Sobre la Crisis Financiera Internacional». Documento de Trabajo 01/2013. Instituto Universitario de Análisis Económico y social. Universidad de Alcalá.
- WHITE, L. H. (2012): *The Clash of Economic Ideas*. Cambridge University Press. USA.