

ENSAYOS Y NOTAS

Promesas de papel: las raíces del mal. La crisis de la deuda según Philip Coggan

José M. Domínguez Martínez

La Obra Social de las Cajas de Ahorros y sus perspectivas de futuro

Manuel Titos Martínez

El modelo económico de la NBA

José A. Díaz Campos

Delimitación del concepto laboral de situación económica negativa a efectos de la extinción del contrato de trabajo

Carmen de Vivero de Porras

Promesas de papel: las raíces del mal. La crisis de la deuda según Philip Coggan

José M. Domínguez Martínez

Resumen: En este trabajo se realiza una síntesis de la interpretación de la crisis financiera internacional iniciada en 2007 efectuada por Philip Coggan, quien en la obra «Paper promises» analiza los factores que han conducido a una enorme expansión de la deuda y del crédito a lo largo de los últimos cuarenta años. El desmantelamiento del sistema de Bretton Woods en el año 1971, que puso fin a la vinculación de la creación de dinero con las reservas de oro, sentó las bases para una nueva etapa del sistema monetario y financiero internacional, puesto en tela de juicio por la crisis. La tesis central es que, en esta última fase, el mundo ha tenido más éxito en la creación de derechos sobre la riqueza que en la creación de la propia riqueza.

Palabras clave: Crisis financiera internacional; dinero; deuda; Philip Coggan.

Códigos JEL: E40; G01.

1. Introducción: interrogantes ante el desconcierto

Es verdad que en numerosas ocasiones, arrastrados por las poderosas fuerzas de la costumbre y de la inercia, no nos detenemos a filosofar sobre lo cotidiano, a indagar sobre la naturaleza de los elementos que encontramos instalados en nuestra rutina. El dinero, pese a su enorme trascendencia, es una de las piezas que, fuera de los episodios de crisis económica o financiera, tienden a quedar circunscritas a los manuales de teoría económica. En los momentos de penuria es cuando afloran preguntas marcadas por una lógica aplastante, otrora casi reservadas a la curiosidad infantil, preguntas que parecían superfluas en un período pretérito en el que era casi absurdo detenerse en disquisiciones sobre un sistema monetario y financiero que, no solo no planteaba problema alguno, sino que funcionaba con total fluidez, alimentando con abundancia todos los entramados del complejo circuito económico: ¿qué es realmente el dinero?, ¿por qué no se crea dinero de manera ilimitada?, ¿siguen los sistemas monetarios dependiendo del oro?, ¿qué es lo que, si no es así, respalda un billete denominado en dólares o en euros?, ¿existe un límite definido sobre el saldo de la deuda pública acumulada?, ¿quién es el responsable de un crédito que no se puede pagar, el prestatario o el prestamista?, ¿podemos los españoles abandonar el euro y recuperar la peseta?, ¿por qué nos hemos empobrecido tan súbitamente si habíamos acumulado una enorme riqueza inmobiliaria y financiera?...

Mientras asistimos, atónitos, a un curso de acontecimientos negativos que se retroalimentan entre sí de forma desmesurada, atenazados por una amalgama de crisis, dotadas de férreas garras, los sentimientos de pesadumbre emocional dejan, sin embargo, algún hueco para un mínima inquietud intelectual, ávida por encontrar alguna explicación racional acerca del fatídico panorama generado, capaz de poner en jaque los engañosamente sólidos cimientos del edificio europeo. Situados ante un precipicio de insondables consecuencias, es natural que nos planteemos cómo ha podido producirse semejante debacle, cómo ha podido gestarse la mayor burbuja de crédito e inmobiliaria de la historia sin que nadie le pusiera freno, cómo se puede actuar para tratar de superar la depresión, anclados dentro de una unión monetaria...

2. La crisis de la deuda: la visión de Coggan

La etapa que se está viviendo, caracterizada por enormes costes y sufrimientos sociales, ofrece, al mismo tiempo, una experiencia única para extraer consecuencias y lecciones que impidan en un futuro incurrir en errores similares. Es posible que la necesaria perspectiva temporal requerida por los historiadores económicos aconseje esperar algún tiempo adicional a fin de recabar todas las claves, pero, si las vivencias del presente se vislumbran en el contexto de los desarrollos históricos, el manantial de los conocimientos y enseñanzas empieza a brotar con intensidad, especialmente si quien hace

de guía es un cualificado especialista, respaldado por un gran bagaje intelectual basado en tres sólidos pilares: dominio del análisis económico, de la historia económica y de los fundamentos del sistema monetario y financiero. No es frecuente encontrar profesionales que aglutinen un grado de excelencia en las referidas facetas; aún menos lo es hallar a quien sea capaz de transmitir tal arsenal de conocimientos de forma clara y comprensible, sin por ello tener que renunciar al rigor. A ese selecto club pertenece, por derecho propio, Philip Coggan, autor de uno de los más lúcidos e ilustrativos análisis de la crisis financiera internacional iniciada en 2007: *«Paper Promises. Money, Debt and the New World Order»* (Allen Lane, Penguin, Londres, 2011, 294 páginas).

Pretender hacer una reseña de la obra citada, sin embargo, no es una tarea sencilla. La razón no es otra que la dificultad de encontrar párrafos irrelevantes a lo largo de sus trece densos capítulos, precedidos por una introducción igualmente rica en contenidos. Vaya, pues, por delante, una renuncia expresa a la idea de realizar una reseña capaz de dar una visión completa del libro —si es que, con carácter general, hay alguna que pueda llegar a esa difícil o, quizás más correctamente, carente de sentido, meta—. Nuestra pretensión, más modesta, es centrarnos en aquellos aspectos esenciales que ayudan a explicar la génesis de la crisis financiera y también a plasmar las dificultades para su superación. Incidentalmente, aunque renunciando de manera más rotunda a la intención de ofrecer posibles lecciones, es inevitable, aunque solo sea implícitamente, desgranar algunas enseñanzas que conviene no echar en saco roto.

3. La naturaleza y las funciones del dinero

Philip Coggan parte de constatar que el dinero, a lo largo del tiempo, ha sido cualquier cosa, lo que no le impide proponer una definición propia: «el dinero es algo que la gente acepta como pago por los bienes y servicios porque creen que pueden usar los ingresos para adquirir bienes y servicios de otras personas». La definición no agota los tres usos del dinero: servir como medio de intercambio, como unidad de cuenta y como depósito de valor. Tres son, asimismo, las formas conocidas del dinero:

— Metales preciosos: ante una oferta limitada de oro y plata, los gobiernos no podrían crear dinero nuevo. Dada la inexistencia de relación de la oferta de dichos metales con la actividad económica, no podrían sustentar el ritmo de crecimiento de la economía.

PHILIP COGGAN PAPER PROMISES

Money, Debt and
the New World Order

'This book stands way above anything written
on the present economic crisis'
NASSIM NICHOLAS TALEB

'Every page brings a fresh insight
or a new surprise'
TIM HARTFORD

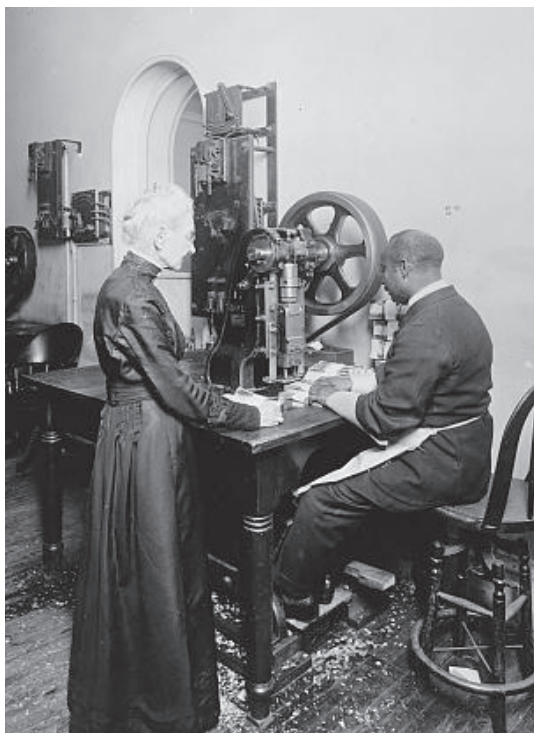


— Papel moneda: ya usado por los chinos en el siglo IX, emergió con fuerza en el siglo XVIII, cuando la población y la producción de Europa iniciaron su largo período de crecimiento. El argumento básico para su adopción en lugar del oro era poder crear dinero, de manera que la actividad económica no estuviera restringida por la extracción de metales. Sin embargo, una vez que se acepta la idea de que la moneda puede carecer del respaldo del oro, es difícil decir cuál es su límite superior. Coggan aporta ejemplos históricos del peligro que entraña el uso del papel dinero. El caso de Zimbabwe refleja el caso extremo de la hiperinflación: en este país llegaron a emitirse en 2009 billetes con un valor facial unitario de 100 billones (sic), cuyo valor era realmente de 30 dólares. Siglos atrás, en las revoluciones francesa y estadounidense, la emisión de papel moneda para hacer frente a las deudas fue equivalente al impago de las mismas, ya que los billetes llegaron a quedar sin valor.

— Crédito creado por el sistema bancario: una vez que se aceptó que el oro y la plata no eran las únicas formas de dinero, el sistema financiero moderno se hizo posible.

4. Patrón oro vs. papel moneda

En la última parte del siglo XIX, la mayoría de los países desarrollados se regían por el patrón oro: la cantidad de papel moneda en circulación estaba vinculada a las existencias de oro. Dado



que los gobiernos no disponen de la capacidad de crear oro —sí, históricamente, de expropiarlo mediante conquistas bélicas—, el corsé de dicho sistema impedía que pudiese haber precios continuamente crecientes.

En contraposición, el mundo opera hoy día bajo un sistema en el que el dinero puede ser creado sin traba alguna. Por otro lado, Coggan nos recuerda una diferencia crucial entre el sistema actual y el basado en las tenencias de oro: mientras que el oro no representa una obligación de nadie, el dinero actual, ya sea en papel o en formato electrónico, es siempre un derecho frente a alguien. En definitiva, el dinero moderno es deuda y la deuda es dinero. Una de las tesis centrales de la obra comentada es que la historia económica ha sido una guerra entre acreedores y deudores, en la que la naturaleza del dinero ha servido como campo de batalla.

Si tendemos a pensar que el valor de algo es igual al coste de producirlo, que, en el caso de los billetes y del dinero electrónico, es prácticamente nulo, ¿por qué los aceptamos como medios de pago? La respuesta ha de radicar en que tenemos fe en el gobierno que está detrás, dada su capacidad para obtener los impuestos necesarios para dar valor a la moneda. Según Coggan, los modernos billetes bancarios son un derecho sobre la solvencia del gobierno, y pierden su valor solo cuando la fe en la política económica se quiebra enteramente.

En el libro se expone cómo el procedimiento de imprimir billetes para superar apuros de financiación llega a ser una fórmula finalmente inútil, ya que un billete vale cada vez menos: «es como dividir una pizza en trozos cada vez más pequeños. El proceso no crea ningún alimento adicional». Ahora bien, la impresión de billetes no crea más riqueza real a menos que, subraya Coggan, por alguna razón, exista un déficit de dinero en la economía que la haya conducido a una paralización.

5. El germen de la crisis financiera: el derrumbe del sistema de Bretton Woods

La historia del papel moneda es la historia de los tipos de cambio. Los fijos han sido defendidos tradicionalmente por los acreedores, que quieren recibir su dinero en términos reales; los flotantes, por aquellos cuya prioridad es la expansión económica, en vez de los precios estables.

Coggan llama la atención respecto a que, en los primeros setenta años del siglo XX, la mayoría de los países trataron de mantener unos tipos de cambio fijos, primero frente al oro y luego frente al dólar. Durante el período de entreguerras se vivió un intento fallido de retornar al patrón oro. Después de la Segunda Guerra Mundial, fue Estados Unidos el país que estableció, en 1944, las reglas del sistema de Bretton Woods, que reconocía claramente la supremacía del dólar en la economía mundial.

La clave del modelo entonces instaurado era diseñar un esquema que impulsara el comercio internacional, ofreciera alguna estabilidad para el valor del dinero y abordara los inevitables desequilibrios de la posguerra. Los economistas han descrito la elección del sistema de tipos de cambio como un menú en el que pueden elegirse dos de tres opciones, pero no las tres simultáneamente: tipo fijo, libertad de movimiento de capitales y control nacional de los tipos de interés.

Una de las razones por las que el sistema de Bretton Woods llegó a debilitarse con el paso del tiempo fue que el capital encontró vías para eludir los controles. Además, la capacidad de los distintos países para desarrollar una política monetaria independiente acarreó problemas para el sistema de tipos de cambio fijos. Aún así, el sistema logró sobrevivir durante más de un cuarto de siglo, propiciando una etapa de crecimiento económico con reducido desempleo. Sin embargo, aunque la relativa estabilidad de los tipos de cambio jugó un papel positivo, no puede olvidarse el efecto de la



reconstrucción posbélica. Por otro lado, el sistema no fue tan flexible como uno de sus principales artífices, Keynes, había propugnado. Las devaluaciones, vistas como una suerte de humillación nacional, fueron escasas. La rigidez creada fue, a la postre, un lastre para la pervivencia del sistema.

6. La liberación del anclaje del oro

En el mes de agosto de 1971, el entonces presidente Nixon, en un país atenazado por una disminución de sus reservas de divisas, adoptó la decisión trascendental de poner fin a la obligación de la Reserva Federal estadounidense de cambiar dólares por oro a una determinada tasa. Aquella decisión abrió una nueva era en los mercados de divisas. Como destaca Coggan, fue un momento histórico: las monedas de oro quedaban ya solo para los coleccionistas. La emisión de billetes ya no estaba ligada a un nivel dado de reservas de oro; el único vínculo formal entre el mundo del dinero y el oro había desaparecido. Liberados del anclaje del oro, y sin controles de capitales plenos, los tipos de cambio fijo no eran realmente factibles.

Las semillas de la crisis financiera de 2007-08 se encuentran en la revolución de los tipos de cambio acaecida en la primera parte de la década de los setenta del pasado siglo. El abandono de los tipos de cambio fijos llevó a una gran expansión de

los movimientos de capital. En la antigua batalla entre acreedores y deudores, la caída de Bretton Woods fue una victoria de estos últimos, y esto llevó a una explosión de la cantidad de deuda y a una escalada de la inflación.

La era de los tipos de cambio flotantes introdujo un desafío para la economía internacional. En la nueva situación, ni el gobierno ni el banco central dictaban cuál debía ser el tipo de cambio, tarea que pasaba a corresponder a los mercados. Además, se planteaba una cuestión esencial: una vez roto el vínculo con el oro, ¿qué fe podían depositar los prestamistas y los inversores en el papel moneda? Algunos países trataron de continuar el sistema de Bretton Woods en la práctica mediante la ligazón de su moneda con el dólar.

Aunque cabía esperar que los tipos de cambio se ajustasen a los flujos comerciales, dicho ajuste no se ha producido, lo que se ha traducido en una persistencia de los desequilibrios comerciales. En resumen, algo fundamental cambió después de 1971: los tipos de cambio flotantes permitieron mayores déficit comerciales y mayores movimientos internacionales de capital. A su vez, esto estimuló el desarrollo del sistema financiero como oferente de servicios para tales movimientos.

7. El ciclo de las burbujas financieras: formación, alimentación y estallido

Cuando el dinero se expande rápidamente, en un marco de bajos tipos de interés, los precios de los activos (viviendas o acciones) tienden a aumentar, con lo que algunas personas se sienten más ricas. Esto favorece un clima de euforia que puede hacer que la actuación económica de algunos países parezca mejor de lo que es, enmascarando los problemas de competitividad.

El flujo del crédito es vital para una economía, pero, ante una expansión del crédito, no hay garantías de que el resultado sea la creación de nuevas factorías o el avance en la investigación en nuevos medicamentos. Es probable que una parte del nuevo crédito se destine al sector inmobiliario. Coggan admite que la inversión en propiedad inmobiliaria no es enteramente estéril en sentido económico, pero en un «boom» muchos inmuebles responden a fines meramente especulativos. Centrándose en el caso de Irlanda, señala que, mientras se estaban construyendo viviendas, los irlandeses tenían empleos y el resultado fue un rápido crecimiento económico. Sin embargo, desde el punto de vista de la economía a largo plazo, se trataba de una estrategia ruinosa: el país ha que-



dado con casas que nadie quiere y deudas que no pueden ser pagadas. Irlanda, desgraciadamente, no es un caso único.

En un momento dado, solo una pequeña parte del *stock* total de vivienda y de acciones se intercambia. Solamente hace falta una pequeña preponderancia de los compradores sobre los vendedores para que los precios suban. Un montón de personas puede obtener beneficios de papel a partir de una burbuja, siempre que se queden en el papel. Una vez que un número suficiente de inversores se decide a realizar sus ganancias, la burbuja revienta.

Señala con acierto Coggan que, a diferencia de una pompa de jabón, una burbuja de activos tiene efectos duraderos. Cuando se infla, cambia el comportamiento, no solo de los inversores, que enloquecen; también el de los «*policymakers*». Dado que los bancos centrales no dependen del metal, pueden crear dinero del aire. La combinación del papel moneda con las burbujas de los precios de los activos no es una coincidencia fortuita, apostilla el autor, quien incide en que en ningún sentido podría una sociedad ser considerada más rica porque los precios de las viviendas se hayan elevado debido a estándares crediticios más laxos. Un propietario puede convertir su vivienda en efectivo, pero, si lo hace todo el mundo, los precios se desplomarán.

Las burbujas inmobiliarias son comunes y particularmente difíciles de parar, porque tienen un montón de *supporters* cuando se están hinchando (bancos, agentes inmobiliarios, propietarios, políticos, etc.). Los bancos centrales no se preocupan demasiado del proceso mientras el índice de precios al consumo esté bajo, pero se da la circunstancia de que la vivienda no se incluye directamente en dicho índice. Los bancos centrales no consideraron que su tarea era pinchar las burbujas inmobiliarias. El hecho de que tendían a intervenir cuando los mercados caían, pero no cuando subían, fomentó, además, la especulación.

8. La relevancia del sistema bancario: dependencia funcional y riesgos

Coggan, que, en buena lógica, no manifiesta una excesiva simpatía por las entidades bancarias, y naturalmente, aún menos, por algunos de sus nefastos gestores, admite que los bancos pueden ser objeto de un gran oprobio público, pero nos recuerda que la vida moderna sin ellos sería increíblemente difícil de sobrellevar.

Los bancos están en el centro del sistema financiero moderno y cumplen dos de las tres funciones básicas del dinero, como depósito de valor y como medio de intercambio. La razón por la que cundió el pánico en el otoño de 2008, tras la caída de Lehman Brothers, era el temor a que el sistema bancario se paralizara.

Al igual que un banco es vulnerable a una fuga de depósitos, una economía lo es a una pérdida de confianza en la capacidad de los deudores para pagar sus créditos. Cuanto mayor sea el nivel de la deuda, más perturbadoras serán las crisis de confianza. En esencia, de acuerdo con la argumentación de Coggan, esa es la razón por la que la crisis de la deuda de 2007-08 llegó a ser tan alarmante. Los bancos habían llegado a ser tan grandes en relación con el resto de la economía, que simplemente habían de ser rescatados, a un gran coste. La recesión resultante afectó a las finanzas públicas, de tal manera que la crisis bancaria fue seguida por una crisis de la deuda soberana.

Los banqueros lograron grandes remuneraciones individuales, al tiempo que los costes potenciales para los contribuyentes aumentaban, toda vez que un colapso del sistema bancario devastaría la economía. En este sentido, la industria bancaria se convierte en un contaminante potencial cuando se configuran entidades con riesgo sistémico. La expectativa del respaldo público ante situaciones críticas, el efecto de los sistemas de garantía de



depósitos, la inadecuada regulación del capital y otras deficiencias regulatorias tienden a promover comportamientos que se apartan de una adecuada y prudente gestión del riesgo. Si a todo ello se añade una confianza ciega en los mercados, amparada por una teoría del mercado eficiente desarrollada por el mundo académico, bajo la apariencia, absolutamente engañosa, de solidez y de control basado en sofisticados modelos matemáticos, nos encontramos con que el sistema financiero era en realidad un terreno plagado de minas, a la espera de que algún desencadenante activara sus cargas explosivas.

9. La expansión de la deuda y la asignación de los recursos

A la luz de la tesis defendida en el libro, la crisis puede explicarse en los siguientes términos: hubo una gran expansión del dinero (deuda) para atender el deseo de los consumidores y empresarios de una mayor actividad económica; parte del dinero se utilizó para comprar activos, en forma de acciones y viviendas, cuyo precio aumentó rápidamente; los bancos procedieron, como siempre, a endeudarse a corto para prestar a largo plazo, con el respaldo de las propiedades. El proceso fue demasiado lejos, hasta que llegó el *momento Minsky*, cuando los inversores consideran que los precios no podrán seguir subiendo, desencadenando una espiral en sentido inverso. Cuando dejan de incorporarse nuevos clientes, los esquemas de pirámide se vienen abajo.

10. La crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos

En el libro se aporta una detallada explicación de la gestación de la crisis de las hipotecas «*subprime*» en Estados Unidos. ¿Por qué no se frenó el proceso?, se pregunta Coggan. Porque la mayoría de las partes implicadas tenían un interés en su continuación, es la sencilla respuesta que ofrece. Las interrelaciones entre los títulos de deuda comercializados con la garantía de dichas hipotecas y los instrumentos de seguro de tales emisiones explican la cadena de efectos, amplificados por el juego de los especuladores, desprovistos de escrúpulos para buscar ganancias aun a costa de hundir naves ajenas. Como se señala en el libro, los detalles pueden ser complejos, pero lo que acabó con muchos bancos y una gigantesca compañía de seguros fue, en su origen, un problema simple: el sistema financiero había acumulado una serie de derechos sobre el parque de viviendas estadounidense, derechos que fueron valorados colectivamente mucho más que las propias casas; cuando esto se hizo evidente, el valor de algunos de tales derechos se volatilizó.

11. La experiencia del euro: una manzana envenenada para los países periféricos

En los primeros años de vida del euro, la pertenencia a la moneda única era una fuente de beneficios para los denominados países periféricos, cuyos costes de endeudamiento convergieron

con los de Alemania, al tiempo que ponían fin a la inestabilidad de los tipos de cambio, evitando así el riesgo de cambio que anteriormente amenazaba las inversiones exteriores en tales países. Pero, según apunta Coggan, tales países estaban asumiendo la política monetaria de Alemania sin tener una inclinación similar por el ahorro y la competitividad industrial. El resultado de dicha asimetría fue la generación de fuertes expansiones de la construcción alimentadas por el crédito o por déficit comerciales persistentes.

La política monetaria de talla única aplicada por el Banco Central Europeo llevó a que los tipos de interés fuesen demasiado bajos para algunos países, creando grandes expansiones inmobiliarias. Bajo el patrón oro, tales países habrían sufrido un drenaje de sus reservas, forzándoles a tomar alguna acción (subida del tipo de interés) para atraer el oro. Con tipos de cambio flotantes, habrían devaluado sus tipos de cambio para hacer más competitivas sus exportaciones. Dentro de un área monetaria óptima, los trabajadores habrían emigrado a las áreas de salario más elevado. Sin embargo, en el contexto del área del euro ninguna de estas cosas sucedió. Lenta, pero inexorablemente, los países periféricos llegaron a ser cada vez menos competitivos.

Las implicaciones han sido calamitosas debido a la falta de una ruta de salida. Al no poder reducir costes devaluando sus monedas, su única opción era restaurar la competitividad a través de una penosa austeridad, sentencia Coggan.

12. El problema estructural de la deuda acumulada

Todo acto de endeudamiento o, su otra cara de la moneda, de préstamo es, ante todo, un acto de confianza. Durante una gran parte de los últimos cuarenta años, la confianza, en el ámbito de los países occidentales, ha estado bien situada, según Coggan, y la economía ha funcionado bien. Pero, de pronto, nos hemos dado cuenta de la magnitud de la deuda que se ha ido acumulando y hemos empezado a preocuparnos de cómo se pagará. Hemos tomado conciencia, de manera dolorosa –las experiencias del pasado se antojaban meras anécdotas irrepetibles–, de que los precios de los activos no solo pueden dejar de crecer, sino que pueden derrumbarse. La confianza imprescindible para las actividades de endeudamiento y de préstamo se ha quebrado, desencadenando un drástico cambio de comportamiento entre todos los agentes económicos, que, a semejanza de un alud de nieve, es capaz de sepultar el aparato económico.

De forma palmaria y descarnada, sin ningún tipo de edulcorante, Coggan sostiene que las deudas acumuladas a lo largo de tan dilatado período no pueden ser pagadas íntegramente y no lo serán. Las poco halagüeñas perspectivas económicas, dificultadas por las tendencias demográficas en curso, impedirán a una serie de países altamente endeudados crecer lo suficiente para atender el servicio de la deuda. Desde episodios de impagos efectivos explícitos («*defaults*») hasta otras alternativas profusamente utilizadas a lo largo de la historia, basadas en la devaluación de las divisas o en la inflación, se vislumbran en el horizonte.

13. La solución a las crisis de deuda: ganadores y perdedores

Las deudas de un país son, en última instancia, deudas de sus contribuyentes. Una nación que incurra en un déficit grande y prolongado no tendrá más remedio que elevar los impuestos; por otro lado, si se expande la oferta monetaria a una tasa superior a la de crecimiento económico, disminuirá el valor de la riqueza de los ciudadanos por la vía de la inflación. En ambos casos, según Coggan, los ricos serán los perdedores, en tanto que los más pobres, que se benefician en mayor medida del gasto público, o quienes pagan pocos impuestos, serán los ganadores. Sin embargo, si se opta por equilibrar el presupuesto mediante la disminución del gasto público o si se elimina la inflación elevando los tipos de interés, el reparto de las ganancias y pérdidas será diferente.

En el libro se repasan los episodios históricos de «*default*» de la deuda soberana. Para Goggan, el triunfo del régimen parlamentario en Inglaterra y Holanda fue vital para el éxito económico y político de ambos países, en los que fue posible establecer unas finanzas públicas sobre una base sólida. Los inversores podían estar seguros de que el gobierno no incumpliría, ya que ello le haría perder su apoyo. En contraposición, las monarquías absolutas de Francia y España combinaron su fracaso en generar ingresos impositivos con un tratamiento arbitrario de los acreedores.

Las cifras de la deuda pública son importantes, pero representan solo una parte de la escena. Según el autor, editor de la sección de mercados de capitales de *The Economist*, los políticos han hecho promesas en el sentido de cubrir las pensiones de los jubilados (llega a calificar el sistema de pensiones de reparto como un claro ejemplo de sistema piramidal), de atender las necesidades sanitarias de los mayores y de garantizar las deudas de los bancos y de otras compañías. Promesas de papel,



formuladas en ocasiones sin calibrar su sostenibilidad financiera a largo plazo.

14. La complicada salida de la crisis

A raíz de la quiebra del sistema de Bretton Woods, se gestó una victoria para quienes creían que la función primaria del dinero es ser medio de intercambio, no depósito de valor. Prueba de ello es que el papel moneda carece de valor intrínseco. El sistema global generado ha durado cuarenta años.

A lo largo del libro, su autor muestra reiteradamente su reconocimiento hacia Keynes, algo difícilmente sorprendente dada la trascendencia de sus aportaciones a la ciencia económica. Entre otros aspectos, pone de relieve una cuestión crucial que subyace al debate actual acerca de la forma de sortear la crisis económica: la naturaleza circular de la economía, que da lugar a que las decisiones individuales, que pueden ser adecuadas, si se adoptan por muchos agentes económicos, acaban teniendo consecuencias colectivas que pueden atrapar la economía en círculos viciosos. La frugalidad y el ahorro pueden ser buenos a escala individual, pero, en determinadas coyunturas, pueden tener efectos globales depresivos.

Respaldados por este bagaje doctrinal, los economistas de corte keynesiano proclaman la necesidad de recurrir a estímulos fiscales cuando la economía está en recesión, a fin de crear un círculo virtuoso de demanda, empleo y recaudación tributaria. En una posición doctrinal opuesta, no faltan economistas que consideran que el gasto público implica desviar recursos del sector privado y que un déficit actual ha de tener la contrapartida de mayores impuestos futuros. Sin embargo, la compleja situación vivida actualmente, caracterizada por una agregación de crisis diversas, en países que se ven maniatados por las restricciones derivadas de su pertenencia a una unión monetaria y con un sistema financiero dependiente de la financiación exterior, descarta casi por completo que se pueda recurrir a argumentos y recetas simplistas, de uno u otro signo.

15. El conflicto entre acreedores y deudores: la búsqueda de un equilibrio

Coggan advierte de las consecuencias negativas que puede tener tensar en exceso la cuerda en el conflicto entre acreedores y deudores, en un sentido u otro. La búsqueda de un equilibrio apropiado es, pues, de suma importancia. Una novedad de la situación actual es que haya tantos países con problemas de deuda al mismo tiempo, sin que

haya habido una guerra como desencadenante. El mundo está también disfrutando de los tipos de interés más bajos de la historia, en unos niveles acordes con una era de patrón oro, pero sin que exista ningún límite a la capacidad de crear más dinero.

Coggan alerta acerca de los errores cometidos en la crisis de los años treinta del siglo XX. Los intentos de reequilibrar los presupuestos agravaron la crisis, abocando a lo que Fisher identificó como una trampa deflacionaria: para tratar de hacer frente a sus deudas, los deudores vendían sus activos, forzando así la caída de los precios y haciendo que sus problemas de deuda fuesen mayores. El otro gran error fue el proteccionismo, que dio lugar a una caída del comercio mundial. Los aranceles hicieron poco para proteger la cuota de cada nación en el pastel; solo lograron que el pastel fuese más pequeño.

16. El coste de las promesas de papel incumplidas

Manifiesta asimismo su preocupación por la gran escala de las deudas acumuladas, especialmente en un escenario de bajo crecimiento económico, en el que, además, habrá de aumentar la carga tributaria, en tanto haya que pagar intereses por tales deudas y cubrir las prestaciones de las personas mayores. Las generaciones más jóvenes han tenido que pagar históricamente las deudas de las anteriores. Un aspecto clave en los últimos trescientos años ha sido que cada generación era mayor que la precedente. El envejecimiento de la sociedad en el mundo desarrollado implica que esta premisa ya no se cumpla.

Partiendo de una situación de elevado endeudamiento como la actual, la necesidad de los deudores de ajustarse para hacer frente a sus compromisos implicará un menor incremento de la demanda global y, así, un menor crecimiento económico. Esta sería, según Coggan, la versión más benigna; lo más probable es que muchos deudores no puedan pagar y el resultado podría ser una caída sustancial en el nivel de vida.

En la argumentación final sobre la génesis de la crisis expuesta en el libro, que no puede escapar al eclecticismo, al nutrirse de puntos de vista a veces contrapuestos, Coggan suscribe la visión de la escuela austríaca: el problema radica en que el capital ha sido mal asignado, al canalizarse fundamentalmente hacia el sector inmobiliario. Los integrantes de la escuela austríaca no nos aportan una solución muy reconfortante: según ellos, no hay nada que hacer al respecto, sino dejar que los precios y los salarios caigan para ajustarse a la nueva realidad, lo que hace que sea inevitable un período de estancamiento.

Coggan trae a colación los casos de Grecia y Argentina como ejemplos de que la fijación de una moneda de una economía débil respecto a la de otro fuerte es un error, a menos que la primera emprenda reformas fundamentales para mejorar su competitividad y anular los desequilibrios financieros.

17. Hacia un nuevo orden internacional

El mundo desarrollado ha hipotecado su futuro con una apuesta loca sobre los precios de los activos y una excesiva apelación al sector financiero. Algo ocurrirá, según Coggan, pero puede llevar diez o quince años, y no necesariamente será algo del gusto occidental. Emergerá un nuevo orden, que tendrá el sello de China.

En los últimos cuarenta años, el mundo ha sido mucho más exitoso en crear derechos sobre la riqueza que en la creación de riqueza. La deuda se ha disparado. Los deudores han hecho promesas para pagar que es improbable puedan cumplir. Romper esas promesas de papel provocará un trastorno económico, que hará sufrir tanto a los deudores como a los acreedores. Estamos ante una crisis severa como la que acabó con el patrón oro y la del fin de los tipos de cambio fijos en los años setenta. La economía global está cambiando, pero, para muchos, no será para mejor, es el sombrío vaticinio que nos traslada Coggan.