FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD DE LA LAGUNA

# Inestabilidad monetaria y tipos de cambio. Un estudio de *A Tract on Monetary Reform* de Keynes

**Manuel Navarro Ibáñez***

DOCUMENTO DE TRABAJO 2004-01

La Laguna, enero 2004

* Universidad de La Laguna. Departamento de Análisis Económico

# Inestabilidad Monetaria y Tipos de Cambio.

# Un estudio de *A Tract On Monetary Reform* de Keynes

**Manuel Navarro Ibáñez**

**Departamento de Análisis Económico**

**Instituto de Desarrollo Regional**

**Universidad de La Laguna**

**e-mail: mnavarro@ull.es**

**Resumen**

El trabajo estudia la posición de Keynes, durante los años posteriores a la I Guerra Mundial, sobre la obligación de gestionar el funcionamiento macroeconómico de una economía industrial. El ensayo se centra en su primera obra económica relevante de la postguerra: *A Tract on Monetary Reform*, analizando a fondo su contenido teórico y práctico así como su impacto académico. La situación de inestabilidad monetaria y la elección de régimen cambiario (vuelta al patrón oro con la paridad anterior a la guerra) eran los factores que más atrajeron la atención de Keynes en esos años.

Clasificación JEL: B 31

Palabras clave: Política monetaria, banco central, tipos de cambio, patrón oro.

## I.- Introducción.

El objetivo central del presente trabajo es el análisis de la posición de Keynes, durante los años posteriores a la Primera Guerra Mundial, sobre la necesidad aparente de gestionar el funcionamiento macroeconómico de una economía desarrollada. El origen de esta nueva responsabilidad se encontraba, según Keynes, en la fractura definitiva sufrida por la organización económica de Europa como consecuencia de la Primera Guerra Mundial. Así, este autor creía que la "delicada organización" que había operado previamente a 1914 ya no podría mantenerse: el "sistema del *laissez-faire*" se había convertido en algo del pasado; además, y más importante aún, no era posible volver atrás en la búsqueda de un mundo que había desaparecido definitivamente.

Esta visión de la economía europea por parte de Keynes podría parecer asombrosa, sobre todo, en alguien que había sido formado en la "tradición oral" de Cambridge, teniendo como maestros a Marshall y Pigou. Además, desde un punto de vista teórico, Keynes continuaba creyendo en las cualidades equilibradoras de las fuerzas del mercado, al menos a largo plazo, más aún cuando se piensa que el análisis de la economía británica que realizaba Keynes en la década de 1920 se hacía señalando al sistema monetario como un perturbador exclusivamente temporal del proceso de asignación de los recursos.

Antes de 1914, Keynes había aplicado la versión de Cambridge de la teoría cuantitativa. Aunque técnicamente iba a continuar utilizando dicha hipótesis, después de la guerra su perspectiva experimentaría una profunda transformación al perder confianza en el automatismo del mercado. Así, una economía industrial debía ser gestionada, por lo menos desde un punto de vista agregado, de una manera consciente[1]. Para Keynes, la era de la no intervención del estado en los asuntos económicos había terminado con la Primera Guerra Mundial, como lo expresaría en el título de uno de sus escritos más famosos (1926, IX, p.272).

---

[1] "From the beginning, Keynes had rejected *laissez faire* in its dogmatic form, probably more completely than had Marshall and Pigou before him. From the beginning, he emphasized the essential fragility of the economic order which others took to be natural and automatic, and emphasized the need for conscious management" (Moggridge, 1980, pp.44-45). La opinión de Moggridge sobre la fragilidad del sistema económico no parece ser la del propio Keynes en los años anteriores a la "Gran Guerra". Sí que parece cierto que, "desde el principio", Keynes defendiera la "dirección consciente", pero sólo porque ello era más racional e inteligente y porque rechazaba el que los asuntos humanos estuvieran dominados por fuerzas irracionales.

El presente trabajo surge de la constatación de que no parece haber lugar, hoy en día, para las políticas keynesianas cuando, paradojicamente, algunas de las economías más desarrolladas exhiben un nivel de desempleo elevado. La reducción de éste no parece ser el objetivo primario de la acción gubernamental; por el contrario, los problemas que centran la atención en la actualidad son la inflación y el déficit público, como muestra el que las políticas económicas seguidas con mayor ahínco hayan sido las de desinflación y de consolidación presupuestaria.

Se ha extendido, además, la noción de que el crecimiento del sector público durante las décadas que siguieron a la Segunda Guerra Mundial ha tenido como consecuencia no sólo un tamaño excesivo de aquél sino también, y sobre todo, una excesiva rigidez en su actuación. Ello parece haber limitado la capacidad estabilizadora del estado en la actividad económica, por lo que lo apropiado sería la reducción del grado de regulación e intervención públicas en el sistema. De hecho, uno de los problemas económicos de la época actual parece encontrarse más bien en el volumen y composición del presupuesto público.

En la actualidad, existe una mayor confianza en los mecanismos equilibradores del mercado, en la creencia de que el sector privado es más estable de lo que Keynes pensaba. Más aún, el funcionamiento correcto de dichos mecanismos habría sido dificultado por el excesivo celo regulador del Estado de Bienestar. En definitiva, la ortodoxia actual se basa en la idea de que el sector privado y, en particular, los mercados no intervenidos son relativamente rápidos en los procesos de ajuste. Y ello a pesar de que el monetarismo, la economía de la oferta e incluso la llamada revolución de las expectativas racionales no parecen haber logrado los éxitos que sí había obtenido anteriormente la aplicación generalizada de las políticas keynesianas.

Por otra parte, las tradicionales medidas expansivas de demanda se ven a menudo como negativas al considerar que sólo generan inflación. Por ello, se argumenta que no debe dejarse que la política monetaria apoye la acción gubernamental; de hecho, se concede independencia a los bancos centrales para que persigan exclusivamente la estabilidad de los precios y/o de los tipos de cambio.

Otro aspecto a señalar es que Keynes rechazaba la vuelta al sistema del patrón-oro, argumentando que la fijación del tipo de cambio no debería ser el objetivo principal

del Banco de Inglaterra. Por el contrario, mantenía que no se debería restringir la actuación independiente del banco central cuando se centrase en la obtención del equilibrio monetario interno. Más aún, Keynes mantenía que los equilibrios externos no deberían forzarse desde fuera, imponiendo la vuelta acelerada de las monedas europeas, incluyendo la libra esterlina, al patrón-oro. De hecho, los tipos de cambio se fijarían naturalmente en su nivel apropiado una vez que los países europeos hubieran alcanzado previamente el equilibrio interno.

Para profundizar en la visión de Keynes, este ensayo se centra en su primera obra económica importante de la postguerra: *A Tract on Monetary Reform* (1923). Así, en la sección II se hace una presentación del *Tract*, situándolo tanto en su época histórica como en las circunstancias que definían las coordenadas del pensamiento de su autor. En la sección III, se examina detenidamente el contenido, teórico y práctico, de las propuestas que se hacen en dicho libro. Además, se destaca su impacto en el mundo académico, analizando las recensiones publicadas en las revistas más influyentes del mundo anglosajón (sección IV).

Una parte de los planteamientos de Keynes perdieron interés e importancia práctica inmediata con la vuelta de Gran Bretaña a la convertibilidad de la libra con respecto al oro en el mes de abril de 1925, sobre todo porque dicha vuelta se hizo a la paridad de preguerra, forzando a la economía británica a continuar el proceso de deflación. Una vez aceptado el nuevo marco institucional, Keynes dedicó todas sus energías a la búsqueda de las medidas de política económica más adecuadas, desde su punto de vista, a la nueva situación. Así, en la sección V se extraen algunas conclusiones sobre el papel del *Tract* en la evolución del pensamiento de Keynes. Por último, en la sección VI, se recogen algunas reflexiones sobre la visión de Keynes de la economía de mercado, señalando la necesidad que ésta tiene de ser dirigida macroeconómicamente mediante las políticas apropiadas.

## II.- *A Tract on Monetary Reform.*

*A Tract on Monetary Reform* nació de algunos artículos que Keynes publicó durante 1922 en una serie del *Manchester Guardian Commercial Supplement,* titulados *Reconstruction in Europe,* y de los que el mismo Keynes fue el editor. El título recoge muy bien la intención de dichos suplementos, que se convirtieron en un foro donde

economistas y políticos, industriales y financieros de toda Europa exponían sus puntos de vista sobre los problemas, y las posibles soluciones de los mismos, de la recuperación económica en la postguerra.

Los artículos de Keynes, y especialmente los recogidos (revisados y ampliados) en el *Tract,* constituyeron un intento de respuesta a las dificultades de adaptación de las economías europeas a la situación de paz después del dislocamiento generado por la Primera Guerra Mundial. La "delicada organización" -como Keynes había escrito en *Las consecuencias económicas de la paz* (1919)- que caracterizaba al sistema económico de Europa había salido muy deteriorada por el conflicto bélico. Particularmente grave, desde su punto de vista, era que "el sistema de inversión" en que se había basado la prosperidad de Gran Bretaña durante todo un siglo se había visto afectado de forma muy negativa. La causa económica inmediata se encontraba, argumentaba Keynes, en la inestabilidad de los precios. Las fluctuaciones de éstos, y en especial los procesos de inflación generalizada que habían sufrido las economías europeas durante la guerra y en los años que siguieron a la misma, habían destruído las condiciones bajo las que se canalizaba anteriormente la generación de ahorro privado a la inversión productiva. Los "contratos" en los que los ahorradores "invertían" su dinero a cambio de recibir unas "cantidades fijas de dinero durante un largo periodo de tiempo" (1923a, p.4) requerían, para su propia existencia, que el valor del dinero se mantuviese aproximadamente constante[2].

La inflación había afectado también a aquellos que "llamaban en ayuda de sus empresas... a los ahorros de toda la comunidad" (1923a, p.5), ya que se habían convertido de empresarios en especuladores que compraban mercancías y materias primas que, posteriormente, esperaban vender a precios más altos. Además, sus deudas se vieron rebajadas sustancialmente por el descenso en el valor del dinero. Así, el "sistema de inversión" tan característico del siglo XIX había desaparecido por los efectos de la inflación sobre el mecanismo de ahorro e inversión.

---

2 "Throughout the Continent the pre-war savings of the middle class, so far as they were invested in bonds, mortgages, or bank deposits, have been largerly or entirely wiped out. Nor can it be doubted that this experience must modify social psychology towards the practice of saving and investment. What was deemed most secure has proved least so. He who neither spent nor 'speculated', who made 'proper provision for his family', who sang hymns to security and observed most straitly the morals of the edified and the respectable injunctions of the worldly wise- he, indeed, who gave fewest pledges to Fortune has yet suffered her heaviest visitations" (Keynes, 1923a, p.16).

La deflación posterior había generado, por el contrario, un volumen de desempleo sustancial por la caída en el nivel de actividad económica. El descenso de los precios provocó que los empresarios redujeran el volumen de producción así como sus demandas de crédito y de materias primas. Como resultado de la inestabilidad del nivel de precios, los individuos tenían una profunda falta de confianza en el valor del dinero[3] y, por ende, en la capacidad del sistema económico para generar las condiciones que permitieran un funcionamiento normal de la economía británica.

La situación económica de 1923 era tal que la mayoría de los economistas, por no decir todos (incluyendo también a los no economistas), miraban a los años anteriores a la Primera Guerra Mundial como la situación más deseable de la economía europea. No es de extrañar entonces que viesen en el sistema del patrón-oro la panacea que devolvería la estabilidad de los precios. En su visión, la vuelta al patrón-oro restablecería las condiciones para un funcionamiento estable del sistema económico internacional, un sistema que se suponía seguiría teniendo las mismas características fundamentales del que imperaba antes de 1914. De hecho, el retorno al patrón-oro con la paridad de preguerra era la tesis oficial del gobierno británico; tesis basada en las propuestas del Comité *Cunliffe* nombrado al efecto.

Por el contrario, Keynes proponía en el *Tract* una serie de medidas que sorprendieron a la mayoría, y que algunos consideraron como muy radicales (Sprague, 1924, p.770). En líneas generales, Keynes mantenía que era necesaria una política deliberada de gestión monetaria por parte del Banco de Inglaterra si se quería obtener la deseada estabilidad de precios. Además, desde su perspectiva, las autoridades no deberían estar sujetas a ninguna restricción en su actuación para conseguir dicho objetivo[4], por lo que concluía que Gran Bretaña no debería volver al sistema del patrón-oro. Keynes se separaba de este modo de la opinión general sobre cómo reconstruir los equilibrios monetarios, interno y externo, de Gran Bretaña. Hasta la publicación del *Tract*, el mismo Keynes parecía estar de acuerdo en líneas generales con

---

[3] "I attribute the bad state of business and of employment more to a lack of confidence in the price level than to any other factor" (Keynes, 1923b, p. 115).

[4] Keynes siempre mostró una firme creencia en las posibilidades de la ingeniería económica: "...the absurdity of labour being from time to time totally unemployed, in spite of everyone wanting more goods, can only be due to a muddle, which should be remediable if we could think and act clearly" (1923b,p.113). Esta actitud de Keynes ha sido resaltada por Moggridge: "Keynes always believed that 'a little clear thinking' or 'more lucidity' could solve almost any problem" (1980, p.39).

esa misma opinión: vuelta al patrón-oro, aunque, eso sí, mediante un proceso gradual y no necesariamente a la paridad de preguerra.

¿Qué factores llevaron a Keynes a modificar sus ideas sobre los remedios que requería la economía británica de los primeros años de la década de 1920? Probablemente, la causa principal del cambio sufrido por Keynes se encuentra en el convencimiento de que no era posible alcanzar, en un clima internacional enrarecido y poco conducente a soluciones razonables, el acuerdo necesario entre los países europeos para devolver la estabilidad al sistema económico internacional - como se estaba viendo, por ejemplo, en el espinoso tema de las reparaciones (excesivas e imposibles, en la opinión de Keynes) a pagar por los vencidos a los vencedores-.

El *Tract* puede entenderse como una petición (exigente) al Banco de Inglaterra para que estableciera, y ejerciera, su soberanía. Su significado especial ha de buscarse entonces en la "afirmación de la autonomía monetaria nacional" que representaba (Rogin, 1956, p.629). Gran Bretaña, a los ojos del Keynes del *Tract*, debería preocuparse de resolver sus problemas económicos internos[5]. Así, Keynes eligió concentrar su atención en la búsqueda de soluciones a los problemas británicos del momento.

¿Cuál era entonces para Keynes, el problema principal de Gran Bretaña en los primeros años de la década de 1920? Sin discusión, éste era el alto nivel de desempleo que se había producido como consecuencia de la deflación de precios que estaba experimentando en ese momento la economía británica. Pero esta causa era la inmediata. La causa más profunda debía buscarse, como se señaló más arriba, en la inestabilidad del nivel de precios que había deteriorado en extremo las condiciones de equilibrio de ese delicado "sistema de inversión" que había presidido la expansión de la economía británica durante todo un siglo.

---

[5] No debe sorprendernos el que Keynes pusiera su confianza en el manejo interno de la oferta monetaria por parte del Banco de Inglaterra ya que, como Schumpeter nos previno, Keynes era un "patriota ferviente" que no entendía "los puntos de vista, condiciones, intereses y, en especial, los credos extraños (incluso los americanos)". Por ello, "nunca insistiremos demasiado respecto al hecho de que las recomendaciones keynesianas fueron siempre, en primer término, recomendaciones inglesas, y que en todos los casos, incluso cuando estaban dirigidas a otras naciones, procedían de la consideración de los problemas ingleses. Si se exceptúan sus gustos artísticos, Keynes era extraordinariamente insular, incluso en filosofía, pero en ninguna otra cosa tanto como en economía" (1946, pp.371-372).

Keynes, como era característico en él, no gastó mucho tiempo en lamentaciones inútiles acerca de un pasado glorioso[6]. Una vez que aceptó que este pasado había muerto, su mente se puso a trabajar en propuestas prácticas que ayudasen a la economía inglesa a superar los problemas monetarios que la asediaban. En el *Tract*, Keynes apoyaba sus recomendaciones de política en el cuerpo teórico que había recibido principalmente de Marshall[7]. Como ha escrito Austin Robinson, durante los años veinte Keynes se veía a sí mismo como alguien que tenía una gran "capacidad para aplicar a los problemas económicos del día el *corpus* de pensamiento económico que habia heredado de Marshall" (1947, p.35)[8].

Los efectos de la inestabilidad del valor del dinero[9] eran lo bastante importantes como para que Keynes pensara que no sólo generarían un deterioro sustancial del aparato productivo y del sistema organizado de intercambios en el mercado, sino también la posible destrucción de la economía capitalista[10]. Ya en 1919 Keynes había escrito: "no hay medio más sutil ni más seguro de trastornar las bases existentes de la sociedad que envilecer el valor de la moneda. El procedimiento pone todas las fuerzas

---

6 La desesperanza sobre la situación de la época no llevó a Keynes a "vanas lamentaciones", ya que "no era de los que acostumbraban a lamentarse ante lo que no tiene remedio" (Schumpeter, 1946, pp. 372-373).

7 La única crítica que realizó a la teoría cuantitativa en el *Tract* es muy indirecta; mediante el rechazo de la interpretación de aquélla como que, también en el corto plazo, las variaciones en la cantidad de dinero *sólo* afectaban al nivel de precios, sin afectar a la demanda de disponibilidades de caja. Esto, argumentaba Keynes, será cierto en el largo plazo, "pero este *largo plazo* es una guía equivocada de los asuntos corrientes. *A largo plazo* todos estamos muertos. Los economistas se plantean una tarea demasiado fácil y demasiado inútil si, en periodos tempestuosos, solamente pueden decirnos que, cuando la tormenta haya pasado, el océano estará de nuevo tranquilo" (1923a, p.65).

8 En la introducción que Keynes escribió, en 1922, para los *Cambridge Economic Handbooks,* decía: "Antes de Adam Smith este aparato de pensamiento [el *corpus* de pensamiento económico] no existía apenas. Entre su tiempo y éste ha sido ampliado gradualmente y mejorado... No está completo todavía, pero mejoras importantes en sus elementos son raras. La principal tarea ahora del economista profesional consiste, o en obtener un mayor conocimiento de los hechos *relevantes* y ejercitarse hábilmente en la aplicación de la economía a ellos, o en exponer los elementos de su método en una forma lúcida, precisa e iluminadora, de manera que, a través de su instrucción, el número de aquellos que pueden pensar por sí mismos puede ser incrementado" (citado por Robinson, 1947, p.35).

9 Aunque el valor del dinero no era importante sí que lo eran las variaciones en dicho valor, al afectar a las expectativas de los agentes económicos e incidir negativamente en los niveles de incertidumbre sobre el futuro.

10 "Modern individualistic society, organised on lines of capitalistic industry, cannot support a violently fluctuating standard of value, whether the movement is upwards or downwards. Its arrangements presume and absolutely require a reasonably stable standard. Unless we can give it such a standard, this society will be stricken with a mortal disease and will not survive" (Keynes, 1923b, p. 117).

recónditas de las leyes económicas del lado de la destrucción, y lo hace de manera tal que ni un sólo hombre, entre un millón, es capaz de notarlo" (1919, p.207)[11].

No era de extrañar, nos dice Keynes, que con los problemas económicos tan sustanciales de la postguerra europea, los economistas (y los políticos) británicos mirasen al siglo XIX como la época dorada de la economía de mercado. Keynes también lo veía como un ejemplo de gran estabilidad; de hecho, había sido el periodo más largo de la historia durante el que se mantuvo "relativamente *estable* el nivel de precios" (1923a, p.10). Ahora bien, esta estabilidad solía ligarse a la existencia del sistema del patrón-oro[12]; y lo que nuestro autor ponía en duda era precisamente esa ligazón ya que, desde su punto de vista, la estabilidad del precio del oro había sido un determinante tan importante o más que el resto de las circunstancias institucionales que caracterizaron el siglo XIX.

Incluso si fuera cierto, argumentaba Keynes, que la estabilidad de los precios a lo largo del siglo XIX se hubiera debido a la existencia del patrón-oro, las condiciones de los años posteriores a la Primera Guerra Mundial impedían la vuelta de la economía británica a dicho sistema. Entre otras razones porque el valor del oro estaba experimentando una fuerte inestabilidad. El oro mismo se había convertido en una moneda regulada y dirigida por las autoridades monetarias de la Reserva Federal de los Estados Unidos, debido a su política de comprar todo el oro que se les ofrecía. En cualquier caso, este oro era esterilizado por el miedo de las autoridades monetarias

---

11 "Se dice que Lenin ha declarado que el medio mejor para destruir el sistema capitalista es viciar la circulación. Con un proceso continuado de inflación, los Gobiernos pueden confiscar, secreta e inadvertidamente, una parte importante de la riqueza de sus ciudadanos. Por este método, no sólo confiscan, sino que confiscan *arbitrariamente*; y aunque el procedimiento arruina a muchos, por el momento enriquece a algunos. La contemplación de esta reorganización arbitraria a favor de los ricos atenta no sólo a la seguridad, sino a la confianza en la equidad de la actual distribución de la riqueza. Los favorecidos por este sistema, aun más de lo que merecen y aun más de sus esperanzas o deseos, se convierten en especuladores, objeto del odio de la burguesía, a la que la *inflación* ha empobrecido, no menos que del proletariado. Como la *inflación* sigue y el valor real de la moneda tiene grandes fluctuaciones de mes a mes, todas las relaciones permanentes entre deudores y acreedores, que constituyen el primer fundamento del capitalismo, se desordenan tan profundamente, que llegan a no tener sentido, y el procedimiento para hacer dinero degenera en un juego y en una lotería" (Keynes, 1919, pp.206-207).

12 "El curso de los acontecimientos durante el siglo diecinueve favoreció" la creencia en la estabilidad del valor del dinero; creencia que tenía un fundamento: "The metal *gold* might not possess all the theoretical advantages of an artificially regulated standard, but it could not be tampered with and had proved reliable in practice" (Keynes, 1923a, pp.10-11).

norteamericanas a que se desatase en su país un proceso inflacionario similar al que habían experimentado las economías europeas (1923a, pp.154-155).

III.- La estructura del *Tract*.

El *Tract* está dividido en tres partes. En la primera, se analizan las "consecuencias de los cambios en el valor del dinero para la sociedad" -título del capítulo primero-, es decir, los efectos de la inestabilidad del nivel de precios sobre la producción y la distribución, así como la relación de dicha inestabilidad con las finanzas públicas (capítulo 2). En la segunda parte, se presentan los fundamentos teóricos del dinero y del tipo de cambio exponiendo tanto la teoría cuantitativa como la teoría de la paridad del poder de compra (capítulo 3). En la tercera, se examinan, en primer lugar, los objetivos alternativos de la política monetaria (capítulo 4) a los que, de acuerdo con Keynes, se enfrentaban la autoridades monetarias; pasando, a continuación, a la propuesta de los "remedios" más apropiados (capítulo 5) para la consecución del objetivo elegido: la estabilidad del nivel de precios. La finalidad última del ejercicio que se llevaba a cabo en el *Tract* era la de definir las condiciones monetarias que permitieran asentar a la economía británica sobre bases más firmes para que alcanzase el pleno empleo de los recursos y reanudase así su proceso de crecimiento económico.

En el primer capítulo del *Tract*, Keynes estudiaba detenidamente los efectos de la inflación y la deflación sobre la producción y la distribución. Para llevar a cabo su análisis clasificaba la sociedad en tres grupos[13]: la clase inversora o, mejor dicho, ahorradora (*investing class*), la clase empresarial (*business class*) y la clase asalariada (*earning class*). De éstas, la primera había sido la más perjudicada por la inflación, mientras que los trabajadores fueron los más dañados por la deflación.

La clase asalariada había sido capaz, debido en gran medida a su creciente sindicalización, de impedir que los salarios cayeran, en términos reales, durante el proceso inflacionario a que se vio sometida Gran Bretaña en la postguerra. Además, los empresarios pudieron financiar los continuos incrementos en los salarios monetarios, como veremos más abajo, por los beneficios "excesivos" generados durante ese

13 "These classes overlap, and the same individual may earn, deal and invest; but in the present organisation of society such a division correspond to a social cleavage and an actual divergence of interest" (Keynes, 1923a, p.4).

proceso. Esta financiación se vio ayudada por dos factores: en primer lugar, durante una situación inflacionaria, los ahorros pueden estar siendo utilizados para financiar el "consumo corriente" cuando se piensa que "están siendo invertidos para el futuro" (1923a, p.27); en segundo lugar, en dicha situación, se suele confundir el capital con la renta corriente: "Es uno de los males de una moneda que se deprecia el que permita vivir a una comunidad sobre su capital sin darse cuenta de ello. El incremento del valor *monetario* de los bienes de capital de la comunidad oculta temporalmente una disminución en la cantidad real de capital" (1923a, pp. 27-28).

La inflación, por lo tanto, había beneficiado generalmente a los asalariados. El proceso deflacionario que siguió a la inflación no había generado una reducción en los salarios sino que más bien había provocado una reducción en el nivel de empleo. De todos modos, argumentaba Keynes, el incremento del desempleo de los trabajadores y la correspondiente pérdida de los ingresos de los parados se estaba produciendo en una situación nueva, ya que "la asistencia del estado a los desempleados ha moderado mucho esta penalización" (1923a, p.28).

La "clase inversora" era la que más se había visto dañada por el proceso inflacionario. Cuando, precisamente, era esta clase la que necesitaba para su propia existencia, más que ninguna otra, que el valor del dinero se mantuviese estable a lo largo del tiempo. Esta clase estaba constituida por los ahorradores que "invertían" su dinero a cambio de la promesa de un flujo constante de dinero durante un cierto período de tiempo[14]. Por lo que la consecuencia principal de la inflación había sido el deterioro constante de las "inversiones" realizadas por este sector de la sociedad.

La devaluación constante del dinero tenía, al mismo tiempo, graves consecuencias para el futuro de la inversión productiva. El daño particular hecho a los rentistas no debía ocultar, argumentaba Keynes, las dificultades reales en que se había colocado al mecanismo generador del ahorro de la sociedad británica, ese "sistema de inversión" que había caracterizado el siglo XIX, bajo el que "la clase activa empresarial

---

[14] "Thus, there grew up during the nineteenth century a large, powerfull, and greatly respected class of persons, well-to-do individually and very wealthy in the aggregate, who owned neither buildings, nor land, nor precious metals, but titlles to an annual income in legal-tender money. In particular, that peculiar creation and pride of the nineteenth century, the savings of the middle class, had been mainly thus embarked. Custom anf favourable experience had acquired for such investments an unimpeachable reputation for security" (Keynes, 1923a, p.12).

podía llamar en ayuda de sus empresas no solamente su propia riqueza sino también los ahorros de toda la comunidad" (1923a, p.5).

La conclusión a la que Keynes quería llevar al lector del *Tract* era que, si se deseaba impedir el proceso de deterioro persistente del mecanismo de ahorro e inversión, era condición necesaria que se restaurara la estabilidad del nivel de precios. Y dada la situación económica existente en aquella época, nuestro autor creía que no era "seguro ni justo combinar la organización social desarrollada durante el siglo diecinueve (y todavía retenida) con una política de *laissez-faire* hacia el valor del dinero". Por lo que si se quería seguir convirtiendo los "ahorros voluntarios de la comunidad en 'inversiones'", se hacía necesario que "el valor del dinero se mantuviera estable mediante una política estatal consciente y deliberada" (p.16).

En lo que respecta a la clase empresarial, Keynes la veía beneficiándose durante el proceso inflacionario ya que un "período de aumento de los precios actúa como un estímulo para la empresa y beneficia a los empresarios" (p.17). Precisamente, las pérdidas de los "inversores" por el deterioro del valor del dinero se convertían en ganancias para los empresarios porque, desde el punto de vista de éstos, las deudas contraídas representaban una proporción decreciente con respecto a sus ingresos corrientes. El estímulo a la producción y, en general, a las actividades especulativas de los empresarios se debía a dos factores principalmente. Por una parte, los empresarios tenían un incentivo muy fuerte para aumentar su endeudamiento si se suponía, como Keynes así lo hacía, que los tipos de interés exigidos por los bancos, como contrapartida a la concesión de préstamos, se movían más despacio que los precios de los bienes y servicios. De hecho, en múltiples ocasiones el "tipo de interés real cae alcanzando un valor negativo, y el prestatario cosecha el correspondiente beneficio" (p.20)[15].

Por otra parte, los incrementos de precios revalorizaban las mercancías en poder de los empresarios, incentivando la compra especulativa de materias primas y de bienes intermedios. Lo que a su vez generaba nuevos aumentos de precios: "Si el mercado espera que los precios aumenten más todavía, es natural que los *stocks* de mercancías se mantengan especulativamente a la espera de que se produzca la subida, y por algún

---

15 "In a period of rapidly changing prices, the money rate of interest seldom adjusts itself adequately or fast enough to prevent the real rate from becoming abnormal" (Keynes, 1923a, p.20).

tiempo la mera expectativa de la subida es suficiente para que se produzca, debido a que ha inducido a compras especulativas" (p.18).

Esta situación era, para Keynes, muy peligrosa para la estabilidad social porque, desde el punto de vista del consumidor, el empresario (convertido en especulador) aparecía como el causante del "odiado incremento de precios", cuando sus "beneficios excepcionales" eran en realidad una mera consecuencia de dicho aumento (p.23). Por lo que "convertir al empresario en un especulador" significaba "un duro golpe al capitalismo, porque se destruye el equilibrio psicológico que permite la continuación" de las desigualdades en los ingresos de los individuos. De hecho, "la doctrina económica de los beneficios normales... es una condición necesaria para la justificación del capitalismo. El empresario es tolerable solamente mientras que pueda mantenerse que sus ganancias guardan alguna relación con lo que, aproximadamente y en algún sentido, sus actividades hayan contribuido a la sociedad" (p.24). En definitiva, la depreciación del valor del dinero no destruía únicamente el incentivo para el ahorro y su posterior "inversión", sino que "también desacredita a las empresas" (p.25).

Por el contrario, cuando existía deflación de precios se producía desempleo, ya que los empresarios respondían reduciendo el volumen de sus operaciones y tratando de mantener sus *stocks* de mercancías al nivel más bajo posible; al mismo tiempo, evitarían todo lo posible la compra anticipada de materias primas y bienes intermedios. Como consecuencia de las pérdidas excesivas (en "relación a la eficiencia" de las empresas) descendería el nivel de actividad económica y el volumen de trabajo contratado.

Es importante notar que Keynes hacía hincapié no en el mero hecho de las variaciones en el nivel de precios sino sobre todo en las expectativas sobre su futura evolución. Si los agentes económicos actuaban de acuerdo a lo que esperaban que ocurriera con los precios, éstos se moverían en la dirección prevista. A su vez, cuando se verificasen dichas expectativas se reforzaría el movimiento generado de esta manera en los precios. En cualquier caso, lo importante era no olvidar los efectos que provocaba la inestabilidad, o las perspectivas de inestabilidad monetaria sobre el sistema productivo. Así, por ejemplo, "el *hecho* del descenso de los precios daña a los empresarios; en consecuencia, el *miedo* a la caída de los precios les obliga a protegerse reduciendo sus operaciones; precisamente las actividades de producción y de empleo

dependen principalmente del agregado de las estimaciones individuales del riesgo así como de su deseo de correr riesgos" (p.34).

El primer capítulo del *Tract* concluye con la propuesta de que las autoridades monetarias deberían tomar medidas dirigidas contra las expectativas de los agentes económicos de tal manera que éstos no esperasen (y provocasen por ello) cambios continuos, e inducidos, en el nivel general de precios. Para conseguirlo, Keynes afirmaba que era el momento de terminar con la "desconfianza profunda" que existía contra "la regulación del valor del dinero" mediante "*decisiones deliberadas*" (p.36).

A lo largo del primer capítulo, Keynes no mencionaba en ningún momento las posibles consecuencias de su análisis sobre el equilibrio a largo plazo, cuando la "tormenta" hubiera pasado y el océano estuviera de "nuevo tranquilo". Parece suponerse que esta situación sería única y de pleno empleo de los recursos productivos[16]. Ahora bien, la redistribución de la riqueza, como resultado de la inestabilidad de los precios, tiene consecuencias importantes sobre la composición del *output* final, al variar el valor de las dotaciones de los distintos agentes y modificar por ello los precios relativos de los bienes y servicios producidos.

En el segundo capítulo del *Tract*, "Las finanzas públicas y los cambios en el valor del dinero", su autor analizaba al otro gran beneficiario del proceso inflacionario: el gobierno. De hecho, la inflación era un método más de imposición[17] y participación estatal en los recursos disponibles de una sociedad: "Un gobierno puede vivir por mucho tiempo... mediante la impresión de papel moneda. Es decir, puede a través de este medio asegurarse el control de los recursos reales, recursos tan reales como aquellos que obtendría mediante impuestos" (p.37).

El problema fundamental de este tipo de actuación gubernamental estribaba en que se estarían destruyendo los pilares de una economía monetaria. Así, las funciones que cumplía el dinero irían desapareciendo: "como unidad de cuenta, para los contratos

---

16 "A fluctuation in the measuring-rod of value does not alter in the least the wealth of the world, the needs of the world, or the productive capacity of the world. It ought not, therefore, to affect the character or the volume of what is produce" (Keynes, 1923a, p.30).

17 Como ha señalado Patinkin, Keynes llevaba a cabo, en la primera parte de este capítulo, un "análisis profundo y elegante de la inflación como un impuesto sobre los saldos monetarios reales (¡incluyendo la noción de una tasa óptima de inflación!)... que puede ser leído, incluso hoy, con beneficio y placer" (1987, p.20).

y la contabilidad, rápidamente se convierte en peor que inútil"; igualmente, "como depósito de valor, el dinero es rápidamente descartado, tan pronto como se espere firmemente una ulterior depreciación" (Keynes, 1923a, p.44). Por último, los individuos tratarían de reducir sus tenencias de dinero excepto para las transacciones más imprescindibles produciendo un aumento en la velocidad de circulación y un agravamiento de la rapidez con que se deterioraba el valor de la moneda, ya que el público sólo tenía una posibilidad de respuesta ante la depreciación del dinero legal: "cambiar sus hábitos en el uso del dinero" (p.40)[18].

Además, dado el gran peso de la deuda pública en muchas economías europeas de la época, los gobiernos eran los principales beneficiarios del proceso inflacionario ya que el valor real de dicha deuda se reducía conforme se deterioraba el valor del dinero. En este caso, Keynes sugería que el mejor método para atacar el problema de la deuda pública era mediante una imposición extraordinaria sobre el capital que redujera su volumen y la importancia de su servicio. En cualquier caso, este método sería preferible a la continuación de la depreciación del dinero (o al repudio de la deuda).

Keynes proponía ante la situación descrita en los párrafos anteriores, una política de estabilización de las cuentas gubernamentales. Incluso, si fuera necesario, por el deterioro profundo de algunas monedas, introduciendo una nueva unidad de cuenta, que permitiera el retorno a las fuentes normales de la imposición estatal.

La segunda parte del *Tract* nos presenta la posición teórica de Keynes, fundamento sobre el que basaba sus propuestas de política económica[19]. La teoría cuantitativa y la teoría de la paridad del poder de compra constituyen la base analítica del estudio del valor del dinero tanto interna como externamente. Así, utilizando la aproximación de Cambridge de la demanda de dinero, Keynes seguía la tradición

---

18 "The public discover that it is the holders of notes who suffer taxation and defray the expenses of goverment, and they begin to change their habits and to economise in their holding of notes. They can do this in various ways: (1) instead of keeping some part of their ultimate reserves in money they can spend this money on durable objects, jewellery or household goods, and keep their reserves in this form instead; (2) they can reduce the amount of till money and pocket money that they keep and the average length of time for which they keep it, even at the cost of great personal inconvenience; and (3) they can employ foreign money in many transactions where it would have been more natural and convenient to use their own" (Keynes, 1923a, p.41).

19 Algunos comentaristas del *Tract* han señalado que la parte teórica es innecesaria tanto para la comprensión del argumento de la obra como por no reflejar bien el pensamiento de Keynes en aquel

desarrollada por Marshall[20]. La finalidad que perseguía era mostrar, en primer lugar, que "el nivel de precios no es un misterio sino que es gobernado por unas pocas, y definidas, influencias analizables" (p.68).

Las relaciones entre aquellas variables consideradas como más importantes por la teoría cuantitativa eran resumidas por Keynes en el *Tract* de la siguiente forma: "Supongamos que el público, incluyendo el mundo empresarial, encuentra conveniente mantener el equivalente de k [unidades] de consumo en efectivo y además k' disponible en sus bancos contra talones, y que los bancos mantienen en efectivo una proporción r de sus deudas potenciales (k') con el público. Nuestra ecuación se convierte entonces:

$$n = p\,(k + r\,k')$$

Mientras que k, k' y r se mantengan invariables,... n y p suben y bajan conjuntamente" (p.63). Donde n se define como la "cantidad de efectivo" y p como un "índice del coste de la vida", es decir, el nivel de precios.

Keynes subrayaba que las autoridades monetarias podían controlar dos variables de la ecuación anterior: la cantidad de dinero, n, y la proporción de efectivo a depósitos, r. Por el contrario, k y k' dependían de la renta y de los hábitos del público, por lo que no eran directamente controlables por dichas autoridades. Además, k y k' no exhibían, en el curso del ciclo económico, la estabilidad que muchos les adscribían de una forma equivocada. De hecho, "las fluctuaciones cíclicas se caracterizan, no primariamente por cambios en n y r, sino por cambios en k y k' " (p.69).

Para hacer frente a las variaciones en las disponibilidades de efectivo que quisiera mantener el público las autoridades monetarias podían utilizar entonces su control manipulando n y/o r para compensar las fluctuaciones en k y k'. Por lo que, si la estabilidad del nivel de precios era el objetivo perseguido, sería necesario que se implementasen políticas deliberadas de aumento o disminución de n y/o r que compensasen los movimientos no deseados en k y k'.

---

momento (Patinkin, 1987, pp. 20-21), e incluso por ser menos original que la formulación de Pigou (Bigg, 1990, p.76) o la de Robertson (Bridel, 1987, p.89).

20 "The book [A Tract on Monetary Reform] is strictly in the quantity-theory tradition as developed by Keynes's teacher Alfred Marshall, to whom he pays repeated tribute" (Friedman, 1983, p.35).

La forma más tradicional de ejercer una “influencia estabilizadora” sobre k y k' había sido a través de la manipulación del tipo de descuento por parte del banco central pero “es dudoso si el tipo de descuento es siempre, por sí mismo, un instrumento bastante poderoso”, nos dice Keynes, por lo que para conseguir esa influencia estabilizadora sugería la utilización de operaciones de mercado abierto que compensarán el comportamiento procíclico de k y k'. Ahora bien, y como apuntaría algún crítico del *Tract* (Angell, 1925, p.270), la tarea que Keynes exigía a la autoridad monetaria era bastante nueva para la época, al tener que evaluar anticipadamente los cambios en la demanda de saldos reales para, a continuación, poder tomar las medidas adecuadas.

Ha de señalarse que la tradición de Cambridge, a diferencia de la teoría cuantitativa más tradicional (Fisher), destacaba el lado de la demanda del mercado monetario. Esta demanda se hacía depender, como así se hace en el T*ract*, de los motivos de transacción y de precaución exclusivamente. Los movimientos especulativos sólo aparecían en el análisis del mercado de divisas (1923a, p.90, pp.107-109).

En la segunda parte del mismo capítulo, el tercero, Keynes presentaba los fundamentos teóricos que, desde su punto de vista, determinaban el tipo de cambio de una moneda no convertible en oro. Para ello, Keynes utilizaba la teoría de la paridad del poder de compra que, aunque aceptando que sólo nos proporcionaba predicciones aproximadas, hacía descansar la determinación del valor de una moneda, en términos de otras divisas, en su poder de compra interno.

A corto plazo, los tipos de cambio eran a menudo mucho “más sensibles y volátiles” de lo que dictaría la paridad del poder de compra. Esto podía deberse “a movimientos especulativos o repentinos de fondos, a influencias estacionales, o a *anticipaciones* de cambios inminentes en la paridad del poder de compra” (p.72). Pero, en última instancia, el verdadero determinante del tipo de cambio sería el poder interno de compra de una moneda, y éste “refleja rápidamente la política monetaria del país” (p.79). En definitiva, los movimientos del tipo de cambio de una moneda con respecto a otra dependerían, a medio y largo plazo, de los cambios relativos en el nivel de precios de cada país, es decir, del diferencial de inflación entre ellos. Por lo que en caso de

inestabilidad de los precios, sería una tarea imposible tratar de estabilizar el tipo de cambio de una moneda.

En cualquier caso, había que distinguir entre la situación de apreciación (o depreciación) persistente de una moneda y los movimientos meramente estacionales que se debían a un diferente ritmo en los ingresos y pagos de las transacciones comerciales normales entre países. El problema estaba en que, ante la ausencia de un tipo de cambio fijo con respecto al oro, el tipo de cambio de equilibrio fluctuaría en ambos casos, lo que hacía difícil distinguir entre movimientos estacionales y cambios permanentes en el tipo de cambio.

Keynes asignaba al Banco de Inglaterra la responsabilidad última en la determinación del tipo de cambio, aunque esta tarea no la llevaría a cabo directamente, sino indirectamente a través de la política monetaria. Por lo que si el objetivo del banco central era la estabilidad de los precios y este objetivo se lograba, el tipo de cambio de una moneda se apreciaría o depreciaría dependiendo de lo ocurrido en los niveles de precios de los otros países. En realidad, la propuesta de Keynes implicaba la concentración del banco central en la estabilidad interna mediante una política consciente y autónoma, dejando que el tipo de cambio buscase su paridad.

Esto nos lleva, por último, a la sugerencia de Keynes de que los bancos centrales interviniesen en el mercado de divisas *forward*, o que incluso lo crearan cuando no existiese. La intención de esta propuesta se encontraba en que este mercado reduciría los riesgos en los intercambios internacionales; riesgos que los que participaban en el comercio internacional no tenían por qué correr. La existencia de un mercado de divisas a plazo dejaría así a los especialistas en arbitraje los riesgos inherentes a las fluctuaciones en los tipos de cambio. Fluctuaciones, temporales o persistentes, que ocurrirían necesariamente al no existir un tipo de cambio fijo. La propuesta de Keynes recomendaba, de hecho, que los bancos centrales intervinieran en los mercados *forward* para evitar las fluctuaciones en los tipos de cambio que se debieran exclusivamente a factores temporales [21].

---

[21] En un capítulo posterior, Keynes asignaba las reservas de oro de Gran Bretaña al Banco de Inglaterra para su utilización con el "propósito de evitar fluctuaciones temporales" en el tipo de cambio, eso sí, una

En la última parte del *Tract* se consideran las propuestas que dan sentido al título del libro: "la reforma monetaria". Keynes argüía que "el problema de la estabilización tenía distintas caras" (p.117) que se proponía discutir una a una. En primer lugar, la decisión sobre devaluar o deflactar la libra esterlina, es decir, si fijar el tipo de cambio en el nivel alcanzado en 1923 o si, por el contrario, sería deseable volver a la paridad de preguerra. En segundo lugar, la decisión de qué objetivo era preferible perseguir, en el caso de que fuera necesario efectuar una elección (como así pensaba Keynes) entre la estabilidad de precios o la del tipo de cambio. Por último, la decisión sobre si era conveniente o no restablecer el patrón-oro, en el caso de que se considerase a éste como el método más adecuado para lograr los objetivos propuestos.

En general, la mayoría de los contemporáneos de Keynes creían que era muy conveniente, e incluso necesario, que se buscase la estabilidad de los tipos de cambio. Para lograrla, pensaban que el mejor y más efectivo método era la vuelta al patrón-oro, lo que significaba que el nivel de precios interno dependería de la estabilización previa de los tipos de cambio así como de ciertos requisitos internos tales como unas finanzas públicas más equilibradas y una mayor disciplina en el sistema financiero. Disciplina que, en última instancia, vendría impuesta por la vinculación de la moneda al oro[22].

¿A qué nivel de precios se realizaría la restauración del patrón-oro? Incluso en el caso de que no se volviera a este sistema, los países también tenían que elegir entra las alternativas de deflactar sus monedas (si se regresaba a la paridad de preguerra) o, por el contrario, llevar a cabo una devaluación que aceptaría fijar el tipo de cambio a un nivel próximo al que se hubiera alcanzado en el momento de la estabilización. Keynes puntualizaba muy acertadamente que la elección entre deflación y devaluación no suponía que necesariamente se tuviera que vincular una moneda al oro[23].

---

vez se hubieran separado "enteramente las reservas de oro de la emisión de billetes" (Keynes, 1923a, p.154).

22 Además, existía una profunda desconfianza hacia la discrecionalidad política de los responsables del sistema monetario, algo que Keynes pensaba que podría cambiarse si se utilizaba correctamente la persuasión.

23 Aunque, en realidad, dicha vinculación estaba firmemente asentada en las mentes tanto de los economistas como de los financieros y políticos de la época.

Keynes, al considerar en primer lugar la elección entre deflación y devaluación de la libra esterlina, elegía la segunda[24]. Desde su punto de vista, una política deflacionaria redistribuiría la renta a favor de las clases inactivas y en contra de las clases más activas, "enriqueciendo a los rentistas" y perjudicando, por el contrario, a los industriales y comerciantes. La deflación no sería justa cuando la "mayor parte de los contratos" realizados, y no vencidos todavía, fueron hechos "cuando el dinero tenía un valor más cercano al de hoy que al que tenía en 1913". Por lo que "para hacer justicia a una minoría de prestamistas, se haría una gran injusticia a una gran mayoría de deudores" (p.121).

Una política deflacionaria gradual, tal y como había sido propuesta en Gran Bretaña, provocaría además, dada la importancia del crédito para la financiación de la actividad empresarial, un descenso sustancial del nivel de producción. Y esto ocurriría desde el mismo momento en que se anunciara su implementación[25]: "La expectativa de una deflación probable es bastante mala; una expectativa cierta sería un desastre. Ya que el mecanismo del mundo de los negocios moderno es incluso menos adecuado para las fluctuaciones ascendentes del valor del dinero de lo que lo es para las fluctuaciones descendentes" (p.119)

En relación a la elección entre la estabilidad de precios y la estabilidad del tipo de cambio, Keynes elegía de nuevo el objetivo interno sobre el externo[26]. Un tipo de cambio estable no solo dependía de la evolución del nivel de precios doméstico sino

---

24 La elección de Keynes difería del resto de los miembros de la Escuela de Cambridge: " ...the opinions of Marshall's pupils were sharply divided. At one extreme, Keynes was expressing strong opposition to a policy of deflation and to the stabilization of the exchanges at a level higher that could be justified by the ruling prices at the date of stabilization... At the other extreme, Pigou was advocating a policy of reduction in the volume of credit and a general deflationary policy in the interest of increasing foreign confidence in the pound sterling and raising its external price relatively to its internal value. He thus supported the return to the 'pre-war parity' for a country like England, with its large volume of foreign trade and financial business, whose gold exchange had 'only depreciated some 20 per cent', which, in his opinion, was not a great deal. Lavington and Robertson held a somewhat intermediate position between the two extreme policies" (Eshag, 1963, p.98).

25 "Modern business, being carried on largely with borrowed money, must necessarily be brougth to a standstill by such a process. It wil be to the interest of everyone in business to go out of business for the time being; and of everyone who is contemplating expenditure to postpone his orders so long as he can. The wise man will be he who turns his assets into cash, withdraws from the risks and the exertions of activity, and awaits in country retirement the steady appreciation promised him in the value of his cash" (Keynes, 1923a, p.119).

26 La posición de Keynes era distinta a la de Hawtrey, Robertson y Pigou ya que éstos, "attaching a somewhat greater practical significance to the stability of exchanges for a country like England, were not

también de las fluctuaciones en los precios de los demás países, por lo que si éstos últimos no eran estables no se podría mantener al mismo tiempo la estabilidad externa e interna y, en consecuencia, argumentaba Keynes, nos veríamos "forzados a elegir"[27].

Bajo el patrón-oro, el nivel de precios tenía que ajustarse al tipo de cambio. A su vez, éste último sería estable únicamente si el valor del oro no sufría fluctuaciones importantes; algo que, según Keynes, por una feliz coincidencia de circunstancias ocurrió a lo largo del siglo XIX. Pero, dada la situación existente a comienzos de la década de 1920, no podía esperarse alcanzar fácilmente la estabilidad de los tipos de cambio; por el contrario, era de prever que continuarían las fluctuaciones que ya se habían sufrido en la inmediata postguerra. De hecho, como los niveles de precios de cada país dependían del desarrollo de las políticas monetarias practicadas y las monedas europeas no estaban vinculadas entonces al oro, en la práctica se estaba dejando que los tipos de cambio se fueran ajustando a la evolución de los precios.

El problema más grave del sistema monetario internacional de la postguerra se encontraba, según Keynes, en que era demasiado sensible a las fluctuaciones, tanto internas como externas, así como demasiado rápido en sus efectos, fluctuando "violentamente por meras causas transitorias"[28]. Todo lo contrario del sistema del patrón-oro imperante durante el siglo XIX, que era "demasiado lento e insensible en su forma de operar" (p.129). Pero, en las condiciones del momento (1923), el sistema existente significaba "un correctivo rápido y poderoso de los desequilibrios reales de la balanza de pagos", así como un "impedimento maravilloso en el camino de aquellos países que son proclives a gastar en el extranjero más allá de sus recursos" (p.130). Por lo que Keynes concluía resaltando las limitaciones que un sistema de patrón-oro tendría

---

so enthusiastic in their support for a policy which aimed primarily at price stabilization at the expense of the stability of exchanges" (Eshag, 1963, p.99).

27 "Since, subject to the qualification of chapter 3, the rate of exchange of a country's currency with the currency of the rest of the world (assuming for the sake of simplicity that there is only one external currency) depends on the relation between the internal price level and the external price level, it follows that the exchange cannot be stable unless *both* internal *and* external price levels remain stable. If, therefore, the external price level lies outside our control, we must submit either to our own internal price level or to our exchange being pulled about by external influences. If the external price level is unstable, we cannot keep *both* our own price level *and* our exchanges stable" (Keynes, 1923a, pp.125-126).

28 Algo que Keynes no veía como necesariamente pernicioso, dadas las características de la situación existente en la postguerra: "Nevertheless, when the fluctuations are large and sudden, a quick reaction is necessary for the maintenance of equilibrium; and the necessity for quick reaction has been one of the factors which have rendered the pre-war method inapplicable to post-war conditions, and have made every one nervous of proclaiming a final fixation of the exchange" (p.129).

en la situación de los primeros años veinte: "Así, cuando hay *shocks* violentos sobre el equilibrio pre-existente entre los niveles de precios interno y externo, el método anterior a la guerra es probable que se rompa en la práctica, simplemente porque no se puede efectuar el reajuste de los precios internos de forma *suficientemente rápida*" (p.130).

Una característica distintiva de ambos sistemas era que el tipo de descuento en la situación de postguerra ya no jugaba el papel de ayudar a "restaurar el equilibrio entre los precios internos y externos"; algo que se llevaba a cabo en aquel momento mediante la fluctuación del tipo de cambio. La política de descuento del banco central podía afectar al tipo de cambio únicamente a través de su "influencia sobre el nivel de precios interno" (p.132).

Finalmente, Keynes consideraba la decisión sobre la restauración o no del sistema del patrón-oro, una vez que ya había elegido que la política monetaria debía dirigirse a conseguir la estabilidad del nivel de precios. Ahora bien, la vinculación de la libra al oro no conseguiría por sí misma la estabilidad interna, y únicamente daría estabilidad al tipo de cambio si los demás países también volvían al sistema del patrón-oro, cosa poco previsible en 1923.

Por otra parte, una de las consecuencias de la guerra había sido precisamente que el mismo oro se había convertido en una "moneda regulada", con un valor artificialmente elevado, lo que se debía principalmente a la política seguida por la Reserva Federal norteamericana de "enterrar" el oro para evitar la depreciación del dólar. Por lo que el mantenimiento de ese valor artificial del oro dependía de la "política de los tres o cuatro bancos centrales más poderosos" (p.134).

La única conclusión posible, para Keynes, era que no existía ningún patrón que pudiera ser estable por sí mismo. Debía aceptarse esa realidad y, en consecuencia, hacer frente a los problemas de regular el volumen de crédito en el sistema económico[29]. Además, ya existía en aquel momento un patrón no-metálico y, aunque no se deseara, había que regularlo; incluso en el caso de que se volviera a la convertibilidad con el oro,

---

29 "...we must free ourselves from the deep distrust which exists against allowing the value of the currency to be the subject of *voluntary decision*. Only by wisely regulating the creation of currency and credit along new lines, can we protect society against the attacks and criticisms of Socialist and Communist innovators" (Keynes, 1923b, p.117).

esto “no alterará el hecho de que el valor mismo del oro depende de la política de los bancos centrales” (p.136).

Keynes rechazaba finalmente la propuesta de Hawtrey (1924), favorable al establecimiento de un patrón de cambios-oro, que se suponía podría llevarse a efecto con la colaboración del Banco de Inglaterra y la Reserva Federal. La razón del rechazo se encontraba en que ese sistema impediría que Gran Bretaña pudiera implementar una política monetaria independiente con el fin de estabilizar los precios y contrarrestar las fluctuaciones cíclicas en el nivel de producción. En palabras de Keynes, “con la distribución existente del oro en el mundo, la vuelta al patrón-oro significa, inevitablemente, que concedemos la regulación de nuestro nivel de precios y el manejo del ciclo del crédito a la Reserva Federal de los Estados Unidos” (p.139).

Si los objetivos últimos a alcanzar eran la estabilización de la producción y del empleo, así como la del nivel de precios, había que desechar la utilización del oro: “Verdaderamente, el patrón-oro es ya una reliquia bárbara... Los defensores del patrón antiguo no observan qué remoto está ahora del espíritu y las exigencias de la época” (p.138).

Keynes demandaba que se aceptara en su totalidad y se evaluara la situación real a la que se enfrentaban las autoridades monetarias en aquel momento, lo que llevaría a éstas a una “política consistente” que dejara de lado “sus aspiraciones de fijar el tipo de cambio con el dólar a la paridad de preguerra” (p.146). Esta era brevemente la petición de Keynes en el último capítulo del *Tract*, que lleva el título de “Sugerencias positivas para la regulación futura del dinero”, donde se resumen las principales propuestas que habían sido argumentadas a lo largo del libro.

El “objetivo *primario*” a adoptar por las autoridades monetarias consistiría en la “estabilidad de los precios en libras esterlinas” (p.147), mediante la utilización de la política de descuento y de las operaciones de mercado abierto; la cantidad de dinero dependería entonces de las necesidades de la actividad productiva. Bajo ciertas condiciones, este objetivo no debería impedir que se intentase conseguir también el “objetivo secundario” de la estabilidad en el tipo de cambio. Para lograr ésta, Keynes proponía que las reservas de oro, una vez se hubiera desvinculado este metal de la

emisión de dinero, se utilizaran por el Banco de Inglaterra para "corregir rápidamente influencias temporales adversas" sobre la balanza de pagos (p.153)[30]. El Banco de Inglaterra tomaría sobre sí la "tarea de regular [y *no* de fijar] el precio del oro" (p.149) publicando los precios de compra y venta, de la misma manera que ya anunciaba el tipo de descuento que aplicaría en sus operaciones.

Por lo demás, si Estados Unidos reconocía que ya no tenía un sistema de patrón-oro sino un patrón-dólar, algo que en la práctica diaria ya hacían las autoridades de la Reserva Federal[31], la estabilidad del tipo de cambio podría ser un objetivo a alcanzar mediante la "cooperación" del Banco de Inglaterra "con la Reserva Federal en una política común" (p.147). Sería deseable, argumentaba Keynes, que se lograra en el futuro una dirección única en los asuntos monetarios pero no lo creía factible: "Hemos alcanzado un estadio en la evolución del dinero en el que la 'regulación' de la moneda es inevitable, pero todavía no hemos alcanzado el momento en el que la regulación pueda ser confiada a una única autoridad. Lo mejor que podemos hacer, por lo tanto, es tener *dos* monedas reguladas, libras esterlinas y dólares, con una colaboración tan próxima como sea posible en los objetivos y métodos de la regulación" (p.159).

## IV.- Las recensiones del *Tract*.

Durante los años de 1924 y 1925 aparecieron en las principales revistas especializadas de Gran Bretaña y Estados Unidos unas recensiones, de muy variada extensión, del *Tract on Monetary Reform*; estas recensiones trataban la obra de Keynes o bien de forma independiente: Hawtrey (1924), Sprague (1924) y Owens (1924), o bien comparativamente con otras publicaciones contemporáneas: Gregory (1924) y Angell (1925), o, por último, en relación al estado de la opinión pública británica de la época: Layton (1925). En general, los comentaristas felicitaban a Keynes por la brillantez de su exposición[32], así como por la claridad en el análisis efectuado en la primera parte del

---

30 "The gold reserves of the country should be concentrated in the hands of the Bank of England, to be used for the purpose of avoiding short-period fluctuations in the exchange" (p.154).

31 "In practice the Federal Reserve Board often ignores the proportion of its gold reserves to its liabilities and is influenced, in determining its discount policy, by the object of maintaining stability in prices, trade, and employment. Out of convention and conservatism it accepts gold. Out of prudence and understanding it buries it" (Keynes, 1923a, pp.154-155).

32 "Mr. Keynes' daring, restless, eager mind has shaped for itself a perfect medium of expression in his style. There is a touch of cruelty in his wit, a succinctness of statement, a polish which is Gallic rather

*Tract* acerca de los efectos de las fluctuaciones severas en el valor del dinero sobre la producción y la distribución. Asímismo, no se ponían en tela de juicio los fundamentos teóricos expuestos por Keynes que se aceptaban, en general, como la expresión típica de la tradición de Cambridge, o más particularmente de Marshall.

La aproximación de Keynes a la teoría cuantitativa se encontraba claramente en la línea de una formulación en términos de los deseos de los individuos de mantener parte de su renta en efectivo[33]; prefiriendo esta formulación a la menos fructífera, para explicar la demanda de dinero, que utilizaba el concepto de velocidad de circulación[34]. Por otra parte, sólo uno de los comentaristas del *Tract*, Gregory, veía a Keynes como rompiendo de alguna manera con Marshall. Para éste último, argumentaba Gregory, un descenso en los precios tendería a estimular la inventiva y ayudaría a redistribuir la riqueza de forma que los frutos del crecimiento económico se repartieran más adecuadamente; por el contrario, Keynes había mostrado en el *Tract* una "desconfianza profunda en una caída en el nivel de precios" (Gregory, 1924, p. 165).

La discusión se centró, como no podía ser de otra forma, en los remedios propuestos por Keynes para resolver los problemas monetarios[35]. Ninguno de los críticos aceptó por entero lo que Keynes proponía. Para algunos de ellos, como Layton y Sprague, el sistema del patrón-oro constituía, tanto en la teoría como en la práctica, el mejor método para la regulación del tipo de cambio y, como consecuencia de ello, la mejor disciplina para que se mantuviera estable el valor de su moneda. Por el contrario, para otros, como Angell y Hawtrey, la debilidad del sistema del patrón-oro ya era una

---

than English, and which heightens enormously the intellectual appeal of his argument" (Gregory, 1924, p. 165).

33 "In the *Tract* Keynes embraced the Cambridge cash balance form of this theory [the quantity theory of money] that he had received from his teachers" (Patinkin, 1976a, p. 18). Ver también Patinkin (1975, pp. 254 y 260).

34 Aunque, en general, Keynes siempre consideró a Irving Fisher como uno de los economistas más brillantes y originales. De hecho, Keynes publicó, en el *Economic Journal* de septiembre de 1911, una recensión mostrando el alto concepto en que tenía a Fisher, aunque criticándole el que no hubiera tomado en cuenta el papel del crédito bancario en el mecanismo de transmisión del dinero a los precios (Keynes, 1911, p. 376-377). En 1925, Keynes escribió a Fisher que: "all students of Monetary Theory and advocates of Monetary Reform will always recognise you as the leader and pioneer of this movement" (citado por Skidelsky, 1992, p. 168).

35 Los comentaristas del *Treatise on Money* (Hansen, Stamp, Hardy, Hawtrey,...) resaltarían, por el contrario, las novedades teóricas que Keynes hizo en el mismo. Hawtrey fue, de nuevo, el que se mostraría más próximo a Keynes, haciendo críticas muy apropiadas; entre ellas, ha de destacarse, por su importancia en la evolución del pensamiento keynesiano, la de que Keynes estaba suponiendo la constancia del nivel de producción real de la economía (recogido en Keynes, *C.W.*, vol. XIII, p. 167).

cosa aceptada y parecían defender un patrón de cambios-oro como más adecuado a las circunstancias de los años veinte.

Entre los defensores del patrón-oro se manifestaban posiciones diversas. Para Sprague, en el *Tract* se estaba proponiendo una "revolución monetaria" (p. 770) y no la "reforma monetaria" que daba título al libro de Keynes. Por su parte, Layton mantenía que era necesario "volver al patrón-oro de la preguerra" en aquel mismo momento, incluso en el caso de que pudiera "demostrarse que la propuesta de una moneda regulada es la mejor en teoría" (p. 194). Tanto Sprague como Layton mantenían que dada la importancia que para Gran Bretaña tenía el comercio exterior, así como su posición de centro financiero internacional, constituía casi una obligación el conseguir cuanto antes la estabilidad del tipo de cambio de la libra, y nada mejor para lograrla que el restablecimiento del patrón-oro. Por lo que defendían, contrariamente a Keynes, la estabilidad externa como el objetivo primario para las autoridades monetarias británicas. Gregory concurría con argumentos similares a la defensa de la estabilidad externa, ya que, desde su punto de vista, era muy dudoso que pudiera conseguirse la estabilización del nivel de precios mediante la regulación monetaria interna (p. 171).

Angell y Hawtrey no mostraban especial predisposición a elegir entre la estabilidad interna o externa, ya que, según Angell, el "requisito previo esencial de cualquier plan de reconstrucción y estabilización" era el cese de aquellas actuaciones, por parte del gobierno y de los bancos, que provocaban las fluctuaciones en los precios. Una vez se cumpliera esta condición, no sería importante en qué "lugar preciso comenzara la reforma monetaria" (pp. 296-297). Hawtrey, como se verá posteriormente, parecía estar mucho más cerca de la posición de Keynes.

En las recensiones aquí comentadas se observa la existencia de diferentes perspectivas en el análisis de las fluctuaciones en los precios. La postura de Keynes con respecto a los efectos negativos sobre los niveles de producción y de empleo de una caída de los precios no era plenamente compartida por algunos críticos del *Tract*. Así, para Layton, los periodos de descenso en el nivel de precios eran épocas de "economía y consolidación" (Layton, 1925 p.187). Para Gregory, el efecto de la deflación, aunque podía generar desempleo, no era tan negativo si como consecuencia de ella se obtenía

una moneda estable[36]. De hecho, tanto Layton como Gregory, que como ya se comentó más arriba defendían el patrón-oro y la estabilización externa, no aceptaban que la estabilidad de los precios internos fuera siempre un objetivo deseable. Desde su punto de vista, las épocas con un nivel alto de actividad económica generaban en muchas ocasiones aumentos en los precios; al igual que los periodos de descensos de precios eran a menudo un reflejo de situaciones de "consolidación" de lo conseguido y enfriamiento de las tensiones inflacionistas.

La mayoría de los comentaristas del *Tract* defendían el sistema del patrón-oro, entre otras razones, porque temían la discrecionalidad en la regulación del sistema monetario por parte del banco central. Para Gregory, "siempre existirían demasiados intereses" favorables a la inflación como para que un banco central "fuera capaz de mantener estable una moneda... durante grandes periodos de tiempo" (p. 170), a no ser que estuviera controlado por la vinculación estricta de la moneda al oro. Se hacía, por lo tanto, más imperioso que se pusieran todos los medios necesarios para lograr, en primer lugar, la estabilización del tipo de cambio. Estabilización que impediría, precisamente, la implementación de políticas discrecionales por parte del Banco de Inglaterra. Layton concurría con Gregory en relación al peligro de dejar a las autoridades libertad en la elaboración de la política monetaria, añadiendo que los industriales británicos recibirían con miedo esa decisión ya que, desde el punto de vista de éstos, el Banco de Inglaterra "estaba dominado principalmente por los intereses financieros" (Layton 1925, p. 188).

Para otro comentarista, Owens, Keynes no mostraba cómo, en la práctica, las autoridades monetarias actuarían para hacer efectivo el control de la oferta de dinero, sobre todo si, como mantenía Owens, "muchos economistas" albergaban grandes dudas de que mediante el "control del tipo de descuento y el derecho de emisión del papel moneda" se pudiera "efectuar la estabilidad de los precios" (p. 731). Desde su punto de vista, Keynes debería haberse extendido más en analizar los efectos de las variaciones en el tipo de descuento[37]. Así, Owens echaba en falta en el *Tract* un estudio más detenido de la forma en que las autoridades monetarias podrían prever los movimientos

---

36 "The question of deflation is not to be disposed of by showing that it will lead to unemployment. For it may be worth while to pay this price, not merely to 'do justice to the *rentier*', but, e.g., to get back to a sound currency" (Gregory, 1924, p. 166).

37 "Few question that stability of prices is to be desired, yet considerable space is devoted to a discussion of the effects of price changes" (Owens, 1924, p. 731).

del nivel de precios así como en el tipo de políticas que impedirían dichos movimientos. Este punto era destacado también por Angell; para que el banco central pudiera actuar antes de que se produjeran "cambios sustanciales en los precios" necesitaría un "índice de dicha presión potencial", algo de lo que carecía la fórmula de Keynes. Por ello, Angell proponía como más adecuada la sugerencia de Hawtrey en su *Currency and Credit* de considerar "los cambios en las rentas monetarias" (Angell, 1925, p. 270).

Hawtrey era, entre los comentaristas del libro de Keynes, el único que mantenía que las críticas hechas al *Tract* no eran "muy inteligentes", porque "con un sistema crediticio completamente desarrollado la moneda debe ser 'regulada'; *no puede* ser automática"[38] (p. 234). Ahora bien, desde el punto de vista de Hawtrey, Keynes exageraba el peligro de la dependencia futura del Banco de Inglaterra con respecto a la Reserva Federal en el caso de que Gran Bretaña volviese a vincular la libra con el oro. Para Keynes, el peligro estaba en que si se produjera un "cambio de política en América", esto es, si no se siguiera esterilizando una gran parte de las reservas de oro, podría producirse una "caída repentina en el valor del oro como mercancía" (Hawtrey, 1924, p. 229). Esta era una contingencia poco probable, opinaba Hawtrey, por lo que si existían "ventajas reales en el restablecimiento y mantenimiento de un patrón-oro internacional, sería una locura abandonar estas ventajas por una mera precaución contra un peligro remoto" (p. 231). Además, para Hawtrey, las autoridades del sistema de la Reserva Federal eran precisamente las que habían apreciado mejor las ventajas de la estabilidad de los precios. Más aún, en la práctica, los norteamericanos habían "hecho mucho en los dos últimos años para probar que es posible la estabilización a través del control del crédito" (p. 234).

Entre todas las recensiones del *Tract*, comentadas en estas páginas, es precisamente la realizada por Hawtrey la única que se percibe como cercana a la línea de pensamiento de Keynes. Hawtrey estaba de acuerdo con éste en lo esencial: el sistema monetario tenía que ser regulado mediante políticas discrecionales, recayendo la responsabilidad de esa regulación en el Banco de Inglaterra. Por lo que Hawtrey

---

[38] Hawtrey utilizaba el ejemplo de lo ocurrido poco después de la puesta en vigor de la Bank Chapter Act de 1844: "At first the Bank of England thought the working of the Act of 1844 would be automatic, and within three years they were faced with a crisis" (p. 234).

parecía creer también que con la política de descuento[39] y las operaciones de mercado abierto, podría lograrse la estabilización de los precios. Como había mantenido en su *Currency and Credit* (1919), un sistema crediticio tenía una tendencia congénita a la expansión en respuesta a las demandas de financiación de la actividad económica. Por ello, la autoridad monetaria debía ejercer su autoridad, evitando los impulsos inflacionistas[40].

El desacuerdo que expresaba Hawtrey en su comentario del *Tract* estribaba en una evaluación distinta de las limitaciones internacionales a las que se enfrentaba Gran Bretaña en aquellos momentos. Para él, la posibilidad de una cooperación entre la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra era mucho mayor de lo que Keynes estaba dispuesto a admitir. Además, como se dijo anteriormente, Hawtrey estimaba favorablemente la actuación de las autoridades monetarias estadounidenses, por lo que no creía que fuera necesaria una afirmación tan absoluta de la autonomía británica para llevar a cabo la estabilización de la libra.

En opinión de Hawtrey, Keynes "subestimaba mucho la importancia de los intereses creados" (p. 231), ya que los bancos centrales con las mayores reservas de oro serían los más dañados en el caso de que se desvincularan todas las monedas del oro. De hecho, "la primera consecuencia de la desmonetización" del oro sería la "amenazadora bancarrota del Banco de Inglaterra" (p. 232). En cualquier caso, si algunos países tomasen esta medida, los demás se verían afectados negativamente[41].

---

39 "Hawtrey became the foremost modern exponent of the virtues of Bank Rate which he considered to be a useful and efficient weapon of monetary policy" (Davis, 1981, p. 206). La importancia que Hawtrey concedía al tipo de descuento del Banco de Inglaterra provenía del papel que, en su teoría del ciclo, jugaban los que mantenían stocks (comerciantes mayoristas y minoristas); éstos eran, desde su punto de vista, muy sensibles al coste del crédito, constituyéndose en los agentes transmisores de las medidas políticas de la autoridad monetaria.

40 Keynes, en la recensión de *Currency and Credit (1919)* en el *Economic Journal*, destacaba que Hawtrey se había mostrado contrario a la deflación, es decir, a la vuelta a la paridad de preguerra (Keynes, 1920, p.414).

41 Para Hawtrey, Keynes no "hacía justicia" a los argumentos favorables a la "retención del patrón-oro", ni parecía jugar muy limpio: "There remains the possibility that the United States may demonetise gold. Mr. Keynes recommends both the United States and Great Britain to take this step, and threatens each with the consequences of the other taking it" (Hawtrey, 1924, p.231).

Hawtrey concluía la recensión del *Tract* alabando[42] tanto el libro como a su autor: "La publicación de este libro tan notable marca una etapa en el progreso de la teoría monetaria en relación a los asuntos prácticos. Su influencia, que ya se ha hecho notar, crecerá, y, aunque las propuestas precisas presentadas por el Sr. Keynes pueden no ser adoptadas, el efecto de su razonamiento maestro y lúcido será claramente visto conforme se desarrolla la política" (p. 235).

Por último, debe reseñarse que dos de los comentaristas del *Tract*, Sprague y Angell, hacían mención a la asimetría en los efectos de las distintas variaciones del tipo de descuento. Para Angell, los aumentos del tipo de descuento serían efectivos para producir un "proceso de contracción" del volumen de crédito, pero el banco central tenía una "influencia pequeña en provocar una recuperación después de la depresión" (p. 298). Igualmente, Sprague comentaba que "una reducción en los tipos de descuento no será seguida invariablemente por un incremento en la demanda de préstamos" (p. 771)[43].

V.- El *Tract* y después.

El impacto que *A Tract on Monetary Reform* produjo en el momento de su publicación se centró en las propuestas prácticas que Keynes había elaborado con la intención de hacer frente a los problemas derivados de la "falta de confianza en el valor del dinero". La inestabilidad del sistema monetario británico en los años posteriores al fin de la Primera Guerra Mundial se caracterizó por un *boom* inflacionario que, una vez roto en 1920, dio paso a una situación recesiva que, con ciertos altibajos, prácticamente duraría hasta el comienzo de la Segunda Guerra Mundial. La recesión fue tan continua y larga debido, en gran medida, a las políticas deflacionistas que siguieron la mayoría de los gobiernos británicos.

---

42 En la recensión de *Currency and Credit (1919)*, Keynes también lo había hecho: "This is one of the most original and profound treatises on the theory of money which has appeared for many years." (Keynes, 1920, p. 411).

43 "No doubt, a central bank by pursuing a policy of unrestrained expansion can bring about a decided upward movement of prices, especially if goverment borrowing furnishes the basis for a considerable portion of its loans. It is quite another matter, however, to establish and maintain prices at a given level regardless of the varying conditions of supply and demand to which the production and marketing of goods and services are subject. A reduction in discount rates will not invariably be followed by a speedy increase in the demand for loans and a greater or even undiminished velocity of circulation of currency and deposits. It will not, as recent experience in the United States suggests, at a time when productive

Estas políticas tenían como objetivo, en el primer lustro de la década de 1920, el lograr la vuelta a la convertibilidad de la libra esterlina a la paridad de preguerra. Incluso fueron todavía más necesarias después del restablecimiento efectivo, en abril de 1925, debido a la sobrevaloración del tipo de cambio. Como ya Keynes había argumentado, la paridad de preguerra era imposible con los precios y salarios de la economía británica en la postguerra, por lo que se hacía necesaria una política de reducción de precios. Además, la deflación anunciada era la peor medida que un gobierno podía tomar, ya que todos los agentes económicos pospondrían todo lo posible sus compras a la espera de que siguieran bajando los precios.

Después de la publicación del *Tract*, Keynes siguió intentando la "persuasión", destacando en todos los foros en que participó que el problema económico principal de Gran Bretaña era el desempleo y que éste era "remediable" si se impedía la caída de los precios. Desde su punto de vista, la medida más adecuada para hacer frente a la situación recesiva era la "reforma monetaria", aceptando tanto la devaluación real de la libra como su desvinculación definitiva del oro[44]. Por otra parte, Keynes nunca valoró suficientemente la aversión general a conceder una mayor libertad de actuación a las autoridades monetarias. De hecho, la confianza de los británicos en el sistema del patrón-oro era muy elevada, y esta confianza se convertía en una seguridad casi total en el caso de la mayoría de sus líderes[45]. A la confianza en el patrón oro debe unirse también la mejoría en el mercado de trabajo británico entre 1922 y 1924, cuando el desempleo registrado se redujo a la mitad: desde 1.450.000 parados en 1922 hasta 770.000 a comienzos de 1924 (Keynes, 1924d, p. 219), para comprender la poca influencia que Keynes tuvo en esta época.

A pesar de la bajada significativa del paro, el análisis realizado por Keynes introdujo en 1924 un aspecto nuevo, que utilizará a menudo para criticar la vuelta a la

---

orces are not well balanced and when relative prices are in unstable equilibrium." (Sprague, 1924, p. 771).

44 "Currency reform has two objects: to remedy the credit cycle and to mitigate unemployment and all the evils of uncertainty; and to link the monetary standard to what matters, namely, the value of staple articles of consumption, instead of to an object of oriental splendour, ... and precarious in its future propects" (Keynes, 1924a, p. 167).

45 El propio Keynes describió al presidente del Lloyds Bank como alguien para quien "the gold standard falls within the sphere of morals or of religion, where free thought is out of place" (Keynes, 1924b, p. 189).

convertibilidad: la diferenciación entre industrias “protegidas”, que no compiten con las importaciones, y “no protegidas”, es decir, aquellas abiertas a la competencia internacional (Keynes, 1924d, p. 221; 1925b, pp. 208-211). De hecho, esta distinción era muy relevante ya que los costes salariales habían provocado una reducción de las exportaciones, dañando la competitividad de las industrias productoras de bienes comerciables y reduciendo la producción y el empleo en ellas. Como consecuencia de esta situación tendría que producirse una reasignación de los recursos hacia la producción de bienes no comerciables, lo que parecía difícil que ocurriera a medio plazo, debido a la escasa movilidad que mostraba el factor trabajo en la economía británica.

En estas condiciones, Keynes propuso, por primera vez, la realización de grandes obras públicas que mitigasen el desempleo. Desde su punto de vista, aquellas permitirían absorber una parte del capital que se estaba dirigiendo al exterior en busca de inversiones más rentables. Además, así se suavizaría la reasignación de los trabajadores al dar empleo a aquellos que estaban sufriendo más la crisis de las industrias exportadoras, facilitando un cambio estructural que acabaría dando una mayor importancia a aquellos sectores que dirigían su producción exclusivamente al mercado nacional. Es de destacar la actitud pesimista que mostraba nuestro autor sobre las posibilidades exportadoras de la industria británica. La explicación se encuentra en que la política deflacionaria, unida a los elevados niveles salariales, no auguraba la mejora próxima de la situación competitiva de dichas industrias. Por el contrario, Keynes predecía la reasignación de los recursos hacia la producción de bienes no comercializables.

Por todo ello, Keynes comenzó defendiendo en 1924 el apoyo gubernamental a proyectos con “costes elevados y moderados beneficios”, compartiendo los riesgos con el capital privado. Específicamente, Keynes rechazaba que únicamente se concedieran subsidios a los tipos de interés; por el contrario, argumentaba la necesidad de reducir la incertidumbre asociada a los grandes proyectos de infraestructuras, que no atraerían al capital privado por su relativamente reducida rentabilidad a no ser por la intervención estatal (1924e, pp. 229-230).

La profundidad de los cambios ocurridos como consecuencia de la Primera Guerra Mundial puede observarse en la transformación sufrida por el propio Keynes, quien en 1913 mantenía que una economía industrial exhibía una tendencia a la sobreinversión, permitida por la existencia del sistema bancario (1913b)[46]. Por el contrario, diez años después, en 1924, Keynes estaba más preocupado por la falta de oportunidades de inversión domésticas y en reducir la exportación de capital, apoyando a menudo la imposición de controles sobre esta última.

La vuelta al patrón-oro en abril de 1925, restableciendo la paridad de preguerra entre la libra y el dólar, es decir, 1 libra = 4,86 dólares, hizo que las propuestas de Keynes en favor tanto de la desvinculación de la libra esterlina con respecto al oro como de su correspondiente devaluación perdieran su valor práctico inmediato. Por el contrario, la restauración de la paridad significaba, de hecho, una revaluación de al menos un 10%[47]. Ello hacía obligatorio contraer el volumen de crédito con el fin de obtener la exigida reducción de precios y salarios, por lo que esta "política solamente puede lograr su objetivo intensificando el desempleo sin límite, hasta que los trabajadores estén dispuestos a aceptar la necesaria reducción de los salarios nominales bajo la presión de los hechos" (Keynes, 1925b, p.218).

Un aspecto adicional a considerar era que la política monetaria que requería la vuelta al patrón-oro tendría que ser más perjudicial para los sectores no protegidos de la competencia internacional; precisamente aquellos que ya estaban mostrando unos salarios bastante razonables[48], probablemente por el creciente nivel de desempleo. Por el contrario, en los sectores protegidos era muy dudoso que pudiera lograrse la reducción salarial requerida por el tipo de cambio de la libra esterlina.

---

46 Esta posición parece haberla tomado bajo la influencia de la obra de Robertson, conocida por Keynes aunque publicada con posterioridad, *A Study of Industrial Fluctuation* (1915).

47 La relación entre la libra y el dólar, en el momento de la reanudación de los pagos en oro, era de 1 libra = 4,79 dólares, aunque este tipo de cambio ya era, al menos en parte, el resultado de la política contractiva seguida hasta ese momento. Entre 1920 y 1925 la libra se revaluó en un 33%, desde un valor de 3,66 dólares (Meltzer, 1988, p.31).

48 En contestación a las preguntas del Comite parlamentario de Industria y Comercio, el 9 de julio de 1925, Keynes argumentaba que "it is the wages in the sheltered industries which are the problem, whereas the wages on which you are bringing pressure to bear are in unsheltered industries which are very likely quite reasonable already until the wages of the other industries may be brought down. If you could reduce the wages in sheltered trades that would reduce the cost of living and then you could then legitimately ask the colliers to take a lower wage" (1925c, XIX, p. 394).

El periodo que se abrió en 1925 terminaría en septiembre de 1931 con la salida definitiva de la libra del sistema del patrón-oro, y su consiguiente devaluación. Aún así, "la economía británica no se recuperó en 1932..., la producción británica se estancó. Aunque no sacó a Gran Bretaña de la Depresión, la devaluación la sacó de la contracción. La Depresión no fue más corta, pero sí más leve que en otros países. Ello se debió en parte a la continuación de políticas deflacionistas en Gran Bretaña, incluso cuando no existía ya necesidad de mantenerlas. Tanto Alemania como Gran Bretaña combatieron una inflación inexistente" (Temin, 1989, p.82).

Los años de 1925 a 1930 serán para Keynes aquellos en los que madurará el *Treatise on Money* (1930), precisamente su libro más alabado desde el punto de vista de la teoría monetaria. Keynes pareció aceptar que se hacía necesario la profundización en el análisis del funcionamiento de una economía monetaria desarrollada, lo que requería una elaboración más amplia de los fundamentos teóricos del dinero y el crédito.

¿Qué elementos pueden observarse en el *Treatise* como continuadores de la línea marcada por Keynes en el *Tract*?. La situación de la economía británica era, en gran medida, similar en 1930 a la que había existido en 1923, aunque con la diferencia de funcionar con un tipo de cambio fijo. Por lo que la preocupación de Keynes por la estabilidad del nivel de precios siguió dominando su pensamiento, aunque bajo la nueva restricción (institucional). Asímismo, Keynes desarrolló más extensamente el análisis de los medios a través de los que las autoridades monetarias podrían ejercer un control más efectivo del volumen de crédito del sistema.

Ha de puntualizarse que, en el *Treatise*, Keynes daba una mayor importancia en su análisis al tipo de interés a largo plazo (Moggridge y Howson, 1974, pp. 234-235), ya que éste era claramente más relevante que el tipo de interés a corto plazo en la determinación del volumen de inversión. Por el contrario, en el *Tract*, Keynes había adscrito a la política de descuento el papel de romper las expectativas del público, y en especial de los empresarios, con respecto a las fluctuaciones en los precios, suponiendo que ello podría conseguirse mediante los cambios apropiados en el tipo de descuento. Una vez se restituyese la confianza de los agentes económicos en un valor estable del dinero, se reemprendería el curso natural de crecimiento de la economía británica.

La concentración de la atención del *Tract* en la estabilización de los precios se debía, como ya vimos, a que Keynes creía que el banco central podría actuar sobre las expectativas del público con respecto a la evolución de los precios. De ahí que, en el primer capítulo del *Tract,* analizara tan detenidamente la incidencia de las variaciones del valor del dinero sobre la producción y la distribución. El tipo de descuento se había probado muy eficaz en 1920 en la contracción del volumen de crédito y, de hecho, había ayudado a provocar la deflación posterior. Por el contrario, el tipo de descuento fue claramente insuficiente para generar la ansiada recuperación, como Keynes pudo comprobar a todo lo largo de los años veinte, y como ya le habían puntualizado Sprague (1924) y Angell (1925) en sus revisiones críticas del *Tract*.

Precisamente, al no encontrar Keynes que las autoridades[49] tuvieran suficiente capacidad de influencia sobre el tipo de interés a largo plazo, su punto de vista se alejará de las medidas meramente monetarias; alejamiento que ya está ciertamente en el *Treatise*, pero que se notará plenamente en la *Teoría General*. Eso sí, la perspectiva de nuestro autor no dejará de ser la del macroeconomista (el clásico o cuantitativista primero y, con posterioridad, y nunca mejor dicho, el keynesiano). Por ello, hay que hacer una matización importante. Keynes pensaba que los problemas de la industria británica se derivaban casi exclusivamente de la sobrevaluación de la libra esterlina. Ahora bien, esta visión era excesivamente optimista ya que algunos de dichos problemas eran más profundos y fundamentales; de hecho, muchas empresas británicas se habían ido quedando obsoletas. Nuestro autor no parece haberse percatado de la mayor transcendencia de los factores microeconómicos para entender las verdaderas dificultades competitivas que tenía que encarar la economía de Gran Bretaña, ya que este país estaba dejando paso a otros con estructuras industriales más modernas y productivas[50].

La excesiva concentración de Keynes y algunos de sus contemporáneos en los problemas monetarios y cambiarios, en detrimento de los factores reales (tecnológicos, cantidad y calidad de la dotación de recursos, etc...), hizo mucho para posponer las

---

49 Para un estudio de la evolución de los consejos prácticos dados por Keynes en los años veinte, ver Howson (1973) y Moggridge y Howson (1974).

50 "...la principal limitación del pensamiento de Keynes es... que no percibía con nitidez la profundidad del declive industrial inglés, ni las razones que explicaban la obsolescencia de su estructura productiva" (Torrero, 1998, p. 538).

reformas estructurales de las que estaba muy necesitada una gran parte del tejido industrial británico. Éste exhibía una gran escasez de impulsos empresariales apropiados, que desarrollaran los factores competitivos necesarios para continuar la senda de crecimiento abierta por Gran Bretaña en el siglo XVIII.

## VI.- Reflexiones finales.

De la exposición, hecha hasta aquí, de las ideas de Keynes durante los años inmediatamente posteriores a la Primera Guerra Mundial puede extraerse su firme creencia en la necesidad de gestionar el sistema monetario británico. Para Keynes, la organización económica del siglo XIX había sufrido una quiebra definitiva con el advenimiento de la Gran Guerra y, sobre todo, con las "consecuencias económicas de la paz". Ya no era posible creer que una economía de "capitalismo individualista" pudiera funcionar sin la intervención directora, racional y metódica de las autoridades monetarias. Además, Keynes pensaba que era perfectamente posible diseñar un nuevo marco institucional donde pudieran desenvolverse eficientemente los agentes económicos privados. El mayor problema para llevar a cabo las reformas que, desde su punto de vista, necesitaba Gran Bretaña se encontraba en los prejuicios y creencias que gobernaban la actuación de los agentes económicos y, en especial, de los líderes económicos y políticos[51]. Aún así, Keynes confiaba en la "persuasión" racional, es decir, en una discusión inteligente que modificara las ideas de los responsables de la sociedad británica.

La racionalidad era probablemente la característica más distintiva de la personalidad de Keynes; racionalidad que también suponía en los demás, y que le llevaba a rechazar el dictado de la tradición o del mero azar en el gobierno de los seres humanos. De hecho, incluso en el caso de que se hubiera conseguido que una institución, como por ejemplo, el sistema del patrón-oro, funcionara adecuadamente, el

---

[51] Recientemente, un historiador económico ha argumentado que el deseo de "reconstituir el *status quo ante* [de la Primera Guerra Mundial] reviviendo el patrón oro fue un error lamentable, pero fue una decisión de hombres que pudieron haber optado por otras alternativas. Los hombres en cuestión eran, quién lo duda, prisioneros de su ideología, y habría sido difícil seguir una vía distinta; difícil pero no imposible. La libra británica, por ejemplo, flotó durante cinco años después de concluída la guerra. Hubo entonces tiempo y evidencia abundantes para idear un orden financiero internacional alternativo" (Temin, 1989, p.50).

dejarse dominar por su automatismo no constituía, para Keynes, la situación más deseable[52].

Keynes nunca explicó detenidamente las razones por las que llegó a poner en cuestión la capacidad de una economía capitalista para coordinar adecuadamente las decisiones individuales. El mercado parecía fallar, desde un punto de vista macroeconómico, al no exhibir la habilidad requerida para lograr su propia autorregulación, al menos en un tiempo socialmente razonable. Así, Keynes destacó, en algunas ocasiones, ciertas rigideces en los ajustes generadas tanto por la escasa movilidad sectorial de los trabajadores como por la creciente importancia de las organizaciones sindicales. Ambos factores, unidos a la existencia del seguro de desempleo, habían producido una situación en la que resultaba difícil que los salarios bajaran con la rapidez deseable. En todo caso, al no haberlo hecho así, las industrias exportadoras habían sufrido una merma en los mercados internacionales por la pérdida de competitividad. Todo esto era cierto, pero, al menos durante la década de los años veinte, Keynes achacaba a los factores financieros todo el desempleo que existiera por encima del 4%-5% de la población asegurada (1924c, pp.183-184).

La explicación del elevado desempleo la encontraba Keynes en la incertidumbre inherente a una economía monetaria, asignando a las expectativas sobre el futuro un papel preponderante en el funcionamiento diario de la economía. Así, la "anticipación de que los precios van a subir o bajar" tenía efectos perniciosos sobre el comportamiento de los individuos, afectando a la demanda de dinero tanto por el motivo de transacción como el de precaución. Peor aún, las expectativas de cambios continuos en el valor del dinero tenderían a cumplirse y, por tanto, a reforzarse en la mente de los agentes. En particular, la "anticipación" de una deflación reduciría la producción y el empleo, llegando a afectar a la propia estabilidad del sistema económico[53].

---

52 Esta actitud de Keynes ya aparecía en su primera obra publicada, *Indian Currency and Finance* (1913), donde argumentaba que: "The time may not be far distant when Europe, having perfected her mechanism of exchange on the basis of the gold standard, will find it posible to regulate her standard of value on a more rational and stable basis. It is not likely that we shall leave permanently the most intimate adjustements of our economic organism at the mercy of a lucky prospector, a new chemical process, or a change of ideas in Asia" (1913a, p.71).

53 "...a modern industrial community organised on lines of individualistic capitalism simply cannot stand a declared policy of deflation" (Keynes, 1923b, p. 115).

Keynes creía que los "males de la incertidumbre" podrían corregirse mediante la actuación decidida de las autoridades monetarias, asegurando a los agentes económicos que la principal finalidad de cualquier medida de política sería siempre el mantenimiento del valor del dinero. Con ello, se reduciría la incertidumbre asociada al periodo de tiempo "entre el comienzo del proceso de producción" y cuando "el consumidor obtiene los bienes y paga por ellos" (1924c, pp.184-185). En cualquier caso, el comportamiento firme por parte de las autoridades siguiendo un objetivo claramente definido era para Keynes la condición *sine qua non* para romper las expectativas negativas de los agentes económicos.

La necesidad de una dirección monetaria de la economía de mercado aparecerá también en el *Treatise* y en la *Teoría General*. Ahora bien, en la *Teoría General* "los controles centrales" dejarán de lado las variables monetarias para fijarse más directamente en la evolución de la inversión como la variable determinante del volumen de producción y el empleo. En sus escritos, Keynes no cuestionó la capacidad de ajuste microeconómico de la economía capitalista, aceptando en general tanto el análisis marshalliano del funcionamiento de los mismos[54] como la existencia de mecanismos de ajuste en el comercio internacional. En opinión de Harrod, Keynes "nunca había creído que sus doctrinas acerca de la demanda agregada y el pleno empleo fueran incompatibles con la doctrina clásica según la cual, dada una estructura adecuada, la

---

[54] Keynes no ponía en duda ni la capacidad de ajuste microeconómico de una economía de mercado ni el análisis del mismo realizado por la escuela clásica. "If we suppose the volume of output to be given, *i.e.* to be determined by forces outside the clasical scheme of thought, then there is no objection to be raised against the classical analysis of the manner in which private self-interest will determine what in particular is produced, in what proportions the factors of production will be combined to produce it, and how the value of the final product will be distributed between them. Again, if we have dealt otherwise with the problem of thrift, there is no objection to be raised against the modern classical theory as to the degree of consilience between private and public advantage in conditions of perfect and imperfect competition respectively. Thus, apart from the necessity of central controls to bring about an adjustement between the propensity to consume and the inducement to invest, there is no more reason to socialise economic life than there was before.

To put the point concretely, I see no reason to suppose that the existing system seriously misemploys the factor of production which are in use.... It is in determining the volume, not the direction, of actual employment that the existing system has broken down.

Thus I agree with Gesell that the result of filling in the gaps in the classical theory is not to dispose of the 'Manchester System', but to indicate the nature of the environment which the free play of economic forces requires if it is to realise the full potentialities of production" (1936, pp.378-379).

empresa privada y la división internacional del trabajo aseguraban una asignación óptima de los recursos productivos" (Harrod, 1968, p.420)[55].

Debe señalarse otro aspecto del análisis de Keynes que lo distinguía de otras aproximaciones al estudio de las fluctuaciones cíclicas. El problema económico de una economía industrial se encontraba en la incertidumbre sobre el futuro en que tenían que moverse los individuos, no siendo el sistema bancario el responsable de las disfunciones que Keynes observó. Así, en la *Teoría General*, era el desconocimiento y la incertidumbre asociada sobre el futuro lo que hacía que los individuos exigieran un precio excesivamente elevado para no disponer de liquidez; por ello mismo, tendería a producirse un ahorro planeado superior a lo que los empresarios planearían invertir. De hecho, Keynes parecía pensar que la relativamente reducida rentabilidad esperada de muchos proyectos de inversión no permitiría el pago de la proporcionalmente elevada prima por la liquidez. Y, como se argumentó en el apartado anterior, nuestro autor comenzó proponiendo "esquemas de riesgo-compartido" para justificar la intervención pública[56]. En cualquier caso, ésta debería dirigirse a apoyar la inversión, no el consumo. Keynes no parece que hubiera justificado los incrementos progresivos de los ingresos y gastos públicos para mantener un nivel elevado de la demanda, sobre todo si este nivel se alcanzaba mediante el crecimiento imparable de los gastos sociales.

Keynes creía que la intervención estatal era la única forma de sacar a la economía británica de la situación de deflación en que se encontraba. Así, esperaba que la política de estabilización generase una mayor flexibilidad o, al menos, aumentase la capacidad de absorción del ahorro generado internamente y que estaba saliendo al exterior. Aquí puede encontrarse una de las razones por las que en la actualidad no parezca factible la política keynesiana. El tamaño alcanzado por el Estado de Bienestar ha podido reducir la efectividad de la labor estabilizadora gubernamental, al aumentar los programas estructurales y, por ello mismo, disminuir las posibilidades de las

---

55 Harrod continuaba diciendo que, en el pensamiento de Keynes, dicha asignación óptima "dependía de la oferta adecuada de liquidez internacional, es decir, de una oferta mayor que la existente antes de la guerra" (1968, p.420).

56 "I bring in the State; I abandon *laissez-faire*, -not enthusiastically, not from contempt of that good old doctrine, but because, whether we like it or not, the conditions for its success have disappeared. It was a double doctrine, -it entrusted the public weal to private enterprise *unchecked* and *unaided*. Private enterprise is no longer unchecked, -it is checked and threatened in many differents ways. There is no going back on this. The forces which press us may be blind, but they exist and are strong. And if private enterprise is not unchecked, we cannot leave it unaided" (Keynes, 1924e, pp. 228-229).

políticas discrecionales. Ahora bien, Keynes llegó a creer con posterioridad, como así lo muestra su análisis en la *Teoría General*, que la efectividad de la política monetaria sería insuficiente para lograr la deseada estabilización económica a un nivel elevado de empleo.

Ahora bien, el que se justificara, o fuera deseable incluso, la intervención gubernamental desde el punto de vista macroeconómico, no tendría que entrañar el que fuera posible o conveniente hacerlo en la práctica. El rechazo del *laissez faire* como un dogma era de hecho algo común a la tradición de Cambridge[57], pero en ésta se resaltaban también las dificultades inherentes a la intervención estatal. Keynes, por el contrario, no parece que pensara que los costes de gestión fueran a ser muy elevados; de hecho, en la mayoría de las ocasiones, los veía como reducidos en relación a los beneficios sociales a obtener. Una posición que, como se ha mencionado anteriormente, era muy favorable a las posibilidades de la ingeniería económica[58].

Esta visión de Keynes sobre los costes de dirección económica iba muy unida a la racionalidad ya comentada. Así, Keynes creía que la sociedad humana no podía, con el nivel de desarrollo científico y tecnológico alcanzado, dejarse dominar por las fuerzas de la naturaleza. Por el contrario, era posible gobernarlas si se "pensaba claramente" y con una "mayor lucidez", haciendo que ese mayor conocimiento permitiera atacar de raíz los problemas sociales. Para lograrlo, la élite ilustrada británica tendría que persuadir, guiando a la opinión pública en el camino hacia los objetivos correctos. Keynes creía, por tanto, que la responsabilidad de los asuntos públicos debía recaer en la aristocracia intelectual, siendo ésta la verdadera responsable del funcionamiento político y económico de la sociedad[59]. Por ello, no podía excusarse en la automaticidad de mecanismos (como el sistema del patrón-oro), que supuestamente no podían ser controlados en forma consciente y directa por la voluntad humana.

---

57 Marshall, por ejemplo, había mostrado, utilizando el excedente del consumidor, que la intervención estatal podría mejorar el bienestar de una sociedad: concediendo subsidios a las industrias de costes decrecientes y poniendo impuestos a las de costes crecientes. Marshall empleó este argumento para rechazar la doctrina de la máxima satisfacción como dogma económico, pero sin extraer como consecuencia la necesidad de la intervención gubernamental (a la que siempre se mostró extremadamente reacio) (Marshall, 1890, pp.387-394).

58 "...fluctuations of trade an employment are at the same time the greatest and the most remediable of the economic diseases of modern society" (Keynes, 1925a, p. 198).

La confianza de Keynes en la discusión racional y en la persuasión nos lleva a un último aspecto a señalar de su pensamiento: su presunción de que era posible cambiar las creencias y motivaciones de los individuos. En repetidas ocasiones, Keynes mostró una gran esperanza tanto en la capacidad de comprensión de los individuos como en la modificación de sus pautas de comportamiento. Una confianza que se demostró, a la sazón, como excesiva; así, y a modo de ejemplo, la creencia generalizada en la bondad del sistema monetario británico del siglo XIX sólo desapareció por la fuerza de los fenómenos económicos que parecían incontrolables, como la Gran Depresión de los años treinta. Por el contrario, Keynes parecía creer que tanto la capacidad de razonamiento como la flexibilidad para adaptarse a nuevas circunstancias[60] eran características comunes a los seres humanos, o, por lo menos, de sus élites gobernantes.

La calidad de un pensador de la altura de Keynes[61] se encuentra precisamente en su capacidad de "ver" y, más aún, de "inventar" nuevas explicaciones de los fenómenos económicos, ya que la transición de los hechos a teorías razonables requiere de imaginación creativa. Algo que Keynes demostró tener en grandes dosis, junto a una flexibilidad que sorprendía constantemente tanto a los que le conocieron como a los que han estudiado la evolución de su pensamiento.

## REFERENCIAS


Angell, J.W. (1925): "Monetary Theory and Monetary Policy: Some Recent Discussions", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 39, Febrero, pp. 267-299.

Bigg, R.J. (1990): *Cambridge and the Monetary Theory of Production. The Collapse of Marshallian Economics*, Macmillan.

Bridel, P. (1987): *Cambridge Monetary Thought, The Development of Saving-Investment Analysis from Marshall to Keynes*, Macmillan.

Davis, E.G. (1981): "R.G. Hawtrey, 1879-1975", en *Pioneers of Modern Economics in Britain*, editado por D.P. O'Brien y J.R. Presley, Macmillan, pp. 203-233.

Eshag, E. (1963): *From Marshall to Keynes. An Essay on the Monetary Theory of the Cambridge School*, Basil Blackwell.


---

59 "This romantic view of the posibilities of selfless action by moral individuals acting in the public interest, and the neglect of incentives that reinforce personal codes of conduct, is characteristic of much of Keynes's political thinking throughout his life" (Meltzer, 1988, p.37).

60 "Keynes was unusually quick and flexible-both in his mental reactions and in the policy positions he adopted... Keynes´s flexibility and fine-tuning propensities..." (Friedman, 1983, p.36).

61 "John Maynard Keynes fue uno de los grandes intelectuales innovadores de la primera mitad de nuestro siglo, y ciertamente su economista político más grande" (Patinkin, 1987, p.19).

Friedman, M. (1983): "A Monetarist Reflects", *The Economist*, 4 Junio, pp. 35-37.
Gregory, T.E. (1924): "Recent Theories of Currency Reform", *Economica*, Junio, pp. 163-175.
Harrod, R. F. (1968); "Keynes, John Maynard. Aportación a la Economía", *Enciclopedia internacional de las ciencias sociales*, dirigida por D.L. Sills, Aguilar, 1975, vol. 6, pp. 417-422.
Hawtrey, R.G. (1919): *Currency and Credit*, Longmans.
Hawtrey, R.G. (1924): "Review of *A Tract on Monetary Reform*. By John Maynard Keynes", *Economic Journal,* vol.34, Junio, pp. 227-235.
Howson, S. (1973): "A Dear Money Man?: Keynes on Monetary Policy, 1920", *Economic Journal*, vol. 83, Junio, pp. 456-464.
Howson, S. (1974): "The Origins of Dear Money, 1919-1920", *Economic History Review*, vol. XXVII, nº 1, Febrero; pp. 88-107.
Keynes, J.M. (1911): "Irving Fisher. *The Purchasing Power of Money*", *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 30 vols., Macmillan, [*C.W.* a continuación], vol. XI, pp. 375-381.
Keynes, J.M. (1913a): *Indian Currency and Finance, C.W.*, vol. I.
Keynes, J.M. (1913b): "How Far Are Bankers Responsible for the Alternations of Crisis and Depression?", *C.W.*, vol. XIII, pp.2-14.
Keynes, J.M. (1919): *Las consecuencias económicas de la paz*, Espasa Calpe, 1920.
Keynes, J.M. (1920): "Hawtrey, R.G. *Currency and Credit*", *C.W*, vol. XI, pp.411-414.
Keynes, J.M. (1923a): *A Tract on Monetary Reform*, *C.W.,* vol. IV.
Keynes, J.M. (1923b):"Currency Policy and Unemployment", *C.W.*, vol. XIX, pp.113-118.
Keynes, J.M. (1924a): "Gold in 1923", *C.W.*, vol. XIX, pp. 164-168.
Keynes, J.M. (1924b): "The Speeches of the Bank Chairmen", *C.W.*, vol. IX, pp. 188-192.
Keynes, J.M. (1924c): Conferencia en la reunión sobre "Unemployment in its National and International Aspects", *C.W.*,vol. XIX, pp 182-193.
Keynes, J.M. (1924d): "Does Unemployment Need a Drastic Remedy?", *C.W.*, vol. XIX, pp. 219-223.
Keynes, J.M. (1924e): "A Drastic Remedy for Unemployment: Reply to Critics", *C.W.*, vol. XIX, pp. 225-231.
Keynes, J.M. (1925a): "The Return Towards Gold", *C.W.*, vol IX, pp. 192-200.
Keynes, J.M. (1925b): "The Economic Consequences of Mr. Churchill", *C.W.*, IX, pp. 207-230.
Keynes, J.M. (1925c): "Committee on Industry and Trade", 9 de Julio de 1925, *C.W.*, XIX, pp. 383-416.
Keynes, J.M. (1926): "The End of *Laissez-Faire*", *C.W.*, IX, pp. 272-294.
Keynes, J.M. (1930): *A Treatise on Money*, 2 vols., *C.W.,* vol V y VI.
Keynes, J.M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt, Brace and World, 1964.
Layton, W.T. (1925): "British Opinion on the Gold Standard", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 39, Febrero pp. 184-195.
Marshall, A. (1890): *Principles of Economics*, 8ª edición, Macmillan, 1961.
Meltzer, A.H. (1988): *Keynes´s Monetary Theory. A Different Interpretation*, Cambridge University Press.
Moggridge, D.E. (1980): *Keynes,* 2ª edición, Macmillan.
Moggridge, D.E. y S. Howson (1974): "Keynes on Monetary Policy, 1910-1946", *Oxford Economic Papers*, vol. 26, nº 2, Julio; pp.226-247.

Owens, R.N. (1924): "Review of *A Tract on Monetary Reform*. By John Maynard Keynes", *Journal of Political Economy*, vol. 52, pp. 730-731.

Patinkin, D. (1975): "The Collected Writings of John Maynard Keynes: From the *Tract* to the *General Theory*", *Economic Journal*, vol. 85, Junio; pp. 249-271.

Patinkin, D. (1976a): "Keynes's Monetary Thought: A Study of its Development", *History of Political Economy*, vol.8, nº 1.

Patinkin, D. (1976b):"Keynes and Econometrics: On the Interaction Between the Macroeconomic Revolutions of the Interwar Period", *Econometrica*, vol. 44, nº 6, pp. 1091-1123.

Patinkin, D. (1987):"Keynes, John Maynard (1983-1946)", en *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, ed. J. Eatwell, M. Milgate y P. Newman, Macmillan, 1987, vol.3, pp. 19-41.

Robinson, A. (1947): "John Maynard Keynes, 1883-1946", *Economic Journal*, vol. 57, Marzo; pp. 1-68.

Rogin, L. (1956): *The Meaning and Validity of Economic Theory*, Harper and Brothers.

Schumpeter, J.A. (1946): "John Maynard Keynes (1883-1946)", en *Diez grandes economistas de Marx a Keynes*, Alianza, 1967, pp. 355-393.

Skidelsky, R. (1992): *John Maynard Keynes. The Economist as Saviour 1920-1937*, Macmillan.

Sprague, O.M.W. (1924): "Review of *Monetary Reform.* By John Maynard Keynes" *American Economic Review*, vol. 14, Diciembre; pp. 770-771.

Temin, P. (1989): *Lecciones de la Gran Depresión*, Alianza, 1995.

Torrero, A. (1998): *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*, Civitas.