

**DOCUMENTS DE TREBALL**  
**DE LA DIVISIO DE CIENCIES JURIDIQUES**  
**ECONOMIQUES I SOCIALS**

*Col·lecció d'economia*

**DE LA MANO DE KEYNES: “A TRACT ON  
MONETARY REFORM”**

**Emili Sánchez Díaz**

**Adreça de correspondència:**

Universitat de Barcelona  
Departament de Teoria Econòmica  
Escola Universitària d'Estudis Empresarials  
Av. Diagonal, 696, 3er. 08034 Barcelona  
Telèfon: (93) 402 44 87  
Fax: (93) 402 45 87  
e-mail: esanchez@eco.ub.es

\* He de agradecer a Daniel A. Tirado y Alfonso Herranz, profesores del Departament de Història i Institucions Econòmiques de la Universitat de Barcelona y a Gabriel Cortés y Manuel Costa, profesores del Departament de Teoria Econòmica de la citada universidad, así como a un evaluador anónimo los comentarios realizados a este trabajo gracias a los cuales la bibliografía, enfoque y redacción final del mismo han sido significativamente mejorados. La responsabilidad de las insuficiencias y los posibles errores del texto es exclusivamente del autor.

## Resum

Al *Tract on Monetary Reform* John Maynard Keynes va proposar utilitzar la base monetària i el coeficient de reserva bancària com a variables instrumentals d'una política monetària que havia estat considerada fins aleshores innecessària. Me's enllà de la conceptualització del cicle del crèdit desenvolupat en aquest llibre es troben els primers passos que li conduiràn al concepte de preferència per la liquidesa, noció ampliada en el *Treatise on Money* i plenament definida en la *Teoria general* tal com la utilitzem avui en dia. Al mateix temps, *A Tract* anticipa la fi d'un procés pel qual el diner i les reserves exteriors de molts països han esdevingut pràcticament fiduciàries perdent qualsevol relació amb l'or. Conseqüentment, aquest treball prova de desvetllar la inquietud envers el *Tract* llibre que mostra al lector algunes de les primeres contribucions de Keynes al progrés de l'anàlisi econòmica.

## Abstract

In *A Tract on Monetary Reform* John Maynard Keynes proposed to use the monetary base and the reserve-deposit ratio as main instruments of a monetary policy considered until then as no required. Beyond the concept of cycle credit developed in this book we find the first steps leading towards the notion of liquidity preference enlarged in *A Treatise on Money* and fully defined in the general theory such as we are presently using it. At the same time *A Tract* foresees the end of a process through which money and foreign reserves have become in many countries practically fiduciary losing any relation with gold. Consequently, this work tries to call the attention towards *A Tract* which display to the reader some of the first contributions of Keynes to the progress of economics.

**Key words:** Keynes, Cambridge monetary theory, monetary policy, exchange rates, monetary speculation.

**Code (Journal of Economic Literature):** E12

## 1. Introducción.

Es corriente citar el *Treatise on Money* como el inicio del distanciamiento respecto a la teoría cuantitativa y referirse a la *Teoría general del empleo el interés y el dinero* como la consolidación de su análisis de renta. De hecho, el *Treatise* es el punto común de partida para numerosos economistas que han indagado y divulgado los conceptos keynesianos y se puede sostener que las referencias detalladas a las aportaciones teóricas de Keynes anteriores a dicha obra han sido, en general, relativamente escasas<sup>1</sup>.

Schumpeter en su *Historia del análisis económico* mencionó, sin embargo, la posibilidad de que el *Treatise* contenga alguno de los elementos formales utilizados en el *Tract on Monetary Reform*<sup>2</sup>. Don Patinkin escribió un artículo en el *Economic Journal* en junio de 1975 en el que defendía la posibilidad de que el *Tract*, el *Treatise on Money* y la *Teoría general* definiesen el núcleo central del pensamiento keynesiano a través del cual se esboza la necesidad de implementar, en determinadas circunstancias, un capitalismo administrado con el fin de atenuar los ciclos inherentes a la economía de mercado, sugerencia que este mismo autor ha mantenido doce años más tarde en su entrada sobre Keynes en *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*<sup>3</sup>.

Motivado por estas referencias he comprobado mediante su lectura que el *Tract*, lejos de representar un trabajo superficial, caduco y obsoleto, aporta una

---

<sup>1</sup> Lucas Beltrán mencionaba que aún en 1984 no se habían traducido al castellano tanto el *Indian Currency and Finance* como *A Tract on Monetary Reform* y *A Treatise on Money*, para este autor los tres grandes libros escritos por Keynes sobre teoría monetaria anteriores a la *Teoría general*. Ver Beltrán, Lucas: <<La recepción de Keynes en España>> en Rubio de Urquía, Rafael (1988) 91. Por otro lado, Rojo Duque, Luis Angel (1984) 93-108 y Rodríguez Braun, Carlos (1993) 60-63, ofrecen interpretaciones del *Tract* que como se verá más adelante difieren en el grado de instrumentalización del tipo de descuento básico. Precisamente el segundo ha sido quién ha traducido al castellano *A Tract* con el título *Breve tratado sobre la reforma monetaria* y que fue publicado por Fondo de Cultura Económica en 199.

<sup>2</sup> Schumpeter, Joseph A. (1954) 1202, nota 75.

serie de reflexiones susceptibles de ser consideradas en la actualidad y facilita al mismo tiempo la iniciación a la evolución del pensamiento y lenguaje ecléctico que caracterizaron el análisis keynesiano. Sin otro objetivo que sugerir la conveniencia de la lectura del mismo, en las páginas que siguen se aporta un breve comentario sobre el posible impacto que tuvo en España en el momento de su publicación así como de las pocas y breves interpretaciones que recientemente se han hecho del mismo.

## **2. El contexto del *Tract***

Como ya es sabido, el escenario económico en el que se fraguó el *Tract* era el de una Europa que presentaba desajustes estructurales severos causados por la Primera Guerra Mundial y que tenía que hacer frente al mismo tiempo a unos déficits públicos importantes originados por la financiación del ingente esfuerzo bélico realizado. El Reino Unido, por ejemplo, pasado el breve auge inducido por la recuperación del nivel de existencias, entró en 1922 en recesión y su producto interior bruto, dada la caída en un 18 por ciento de la producción industrial, disminuyó un 6 por ciento<sup>4</sup>. La tasa de desempleo se situó en el 15,2 por ciento. Al mismo tiempo, la nueva posición acreedora de Estados Unidos desató una fuerte competencia entre Nueva York y Londres para captar los servicios de intermediación financiera desestabilizándose el sistema de pagos internacionales.

De las tres formas posibles de solucionar la cuestión del déficit público: repudiar la deuda, recurrir a la inflación o gravar beneficios y rentas salariales, los gobiernos europeos optaron por la segunda, es decir recurriendo al banco emisor para atenuar la carga financiera de la deuda. Los efectos de las políticas monetarias

---

<sup>3</sup> Patinkin, Don (1975) 249-271 y Patinkin, Don (1987) 20-21.

<sup>4</sup> Rojo Duque, Luis Angel (1984) 97.

expansivas primero y contractivas después se dejaron sentir inmediatamente tanto en los niveles de precios internos como en los tipos de cambio experimentando ambas variables importantes desajustes que afectaron a la demanda efectiva interna y alteraron los patrones del comercio internacional en la primera mitad de los años veinte.

En este contexto, y corroborando la contemporaneidad de la obra de Keynes, el esquema básico del *Tract* resulta ser, como su propio nombre indica, un análisis monetario a corto plazo de una economía abierta y que se encontraba sujeta a fuertes oscilaciones en los niveles de precios y de los tipos de cambio<sup>5</sup>. En este sentido, el objetivo del *Tract* se limita a fundamentar y describir la política monetaria necesaria para la consecución de una estabilidad de precios internos y posterior reconducción de la moneda a un tipo de cambio adecuado al nuevo escenario internacional. De hecho, Keynes sostuvo la necesidad de implementar una política monetaria y cambiaria activa que adecuara el volumen de la oferta monetaria y los tipos de cambio a la demanda de medios de pago de los agentes económicos adaptando el proceder centralizado de los sistemas monetarios europeos estructurados en torno al banco emisor<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Keynes no consideró en el *Tract* las limitaciones estructurales que pudiesen afectar al comportamiento del sector real de la economía y al crecimiento económico, ya analizadas por el mismo en el Capítulo 2 de *Las consecuencias económicas de la paz* y en su trabajo *Population*. Ver: Toye, John (1997) 7-16. Igualmente, según se expresa en el Prólogo del *Tract*, Keynes ya había captado en 1923 los efectos desestabilizadores que ocasionaba la diferente naturaleza de las decisiones de ahorro e inversión. Sin embargo, esta característica de la economía de mercado no la incluirá en su esquema teórico hasta que elabore el *Treatise on Money* al analizar el ciclo del crédito y su impacto en el nivel de precios.

<sup>6</sup> Keynes, J. M. (1923) 17. De hecho, Keynes captó rápidamente la nueva situación monetaria de posguerra. Estados Unidos se había convertido en un país acreedor. Nueva York y París empezaron a competir con Londres en los mercados financieros internacionales, lo que incrementó el riesgo de los flujos de capitales haciendo del patrón-oro, centrado en torno a la libra esterlina, un sistema de cambios más vulnerable. El equilibrio interno se convirtió en estas circunstancias en el objetivo prioritario de los gobiernos. Las rentas derivadas de la situación de monopolio financiero de Londres disminuyeron drásticamente y el Reino Unido ante la competencia de las nuevas potencias industriales emergentes se vio obligado a incrementar su productividad. La inversión necesaria requería dinero barato el cual se obtendría mediante una

Pero a pesar de la relevancia teórica de los temas tratados, el lector del *Tract*, a diferencia de los dos libros anteriores publicados por J. M. Keynes, *Las consecuencias económicas de la paz* y el *Treatise on Probability*, se encontrará ante una reelaboración de cuatro trabajos de carácter divulgativo que fueron publicados previamente en el “Reconstruction Supplement” del *Manchester Guardian Commercial* en abril y julio de 1922 en los que dio a conocer al público conceptos en aquellos años tan novedosos como eran la teoría del poder adquisitivo desarrollada por Cassel<sup>7</sup> y la noción de inflación como instrumento de recaudación fiscal ampliando de este modo la base de su incipiente experiencia monetaria iniciada con el informe “The Monetary Affairs of India” publicado posteriormente en 1913 con el título *Indian Currency and Finance*<sup>8</sup>.

De este modo, la diferencia entre la materia prima del *Tract* –los artículos periodísticos mencionados- y el propio libro ofrece un valor añadido relativamente pobre, tal es así que en el texto se puede apreciar más que una discontinuidad -esquema y desarrollo se ajustan estrictamente a los contenidos- una cierta superficialidad analítica. En este sentido, los lectores deseosos de revitalizar un

---

gestión adecuada de la liquidez monetaria. De este modo, Keynes en el *Tract*, al reconocer la necesidad de sustraer a la iniciativa privada el control del crédito, avanza la primera de las tres cuestiones “técnicamente sociales” en las que el gobierno habría de actuar con carácter urgente y deseable tal como fueron planteadas en “*The end of laissez faire*” conferencia pronunciada primero en Oxford en 1923 y posteriormente en Berlín en 1926. La transformación del ahorro en inversión y el control de natalidad serían los otros dos temas en los que la administración pública tendría algo que decir.

<sup>7</sup> Aunque ya presente en los trabajos de Marshall en 1888, véase Keynes (1992) 204-205, fue este economista sueco quién elaboró con mayor detalle la teoría de la paridad del poder adquisitivo en *Money and Foreign Exchange after 1914*, obra de la que Schumpeter escribió: “los especialistas monetarios de hoy en día pueden hacer cosas peores que estudiar este libro, Schumpeter, Joseph A. (1954) 1250, nota 2.

<sup>8</sup> Keynes, J. M. (1913) 48-68. Keynes sostuvo en esta obra la necesidad de retirar el oro de la circulación hindú manteniendo la convertibilidad a través de la libra esterlina. El no llegó a visitar la India y todo su trabajo se basó en las estadísticas e informes disponibles en la Indian Office continuando una de las líneas de trabajo abiertas por Alfred Marshall, quién a su vez tuvo que asesorar en temas monetarios tanto a la Gold and Silver Commission en 1887 como al Indian Currency Committee en 1899, seis años después de que se cerrasen las puertas de las cecas hindúes a la plata. Ver Harrod, Roy (1972) 334-35.

Keynes monetario<sup>9</sup> pueden quedar un tanto defraudados ante el parco tratamiento teórico que temple la obra. Como apunta Don Patinkin, tan breve y fugaz es la reflexión cuantitativa del *Tract* que, en lugar de seguir avanzando por el camino esbozado en 1911 en su erosivo comentario del libro de Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interests and Prices*<sup>10</sup>, Keynes retrocede a la tradición de Marshall y Pigou expresada en la sencilla ecuación de intercambio de Cambridge en la que la demanda de medios de pago viene determinada mediante el proceso de igualación de las ventajas derivadas de la liquidez inmediata respecto a la rentabilidad esperada de los activos financieros.

Los motivos por los cuales Keynes renunció a desarrollar todo su potencial teórico en el *Tract* no han sido mencionados por sus biógrafos ni por los exégetas del keynesianismo. Toye ha comentado recientemente cómo Beveridge, a la sazón director de la London School of Economics, cuestionó en 1923 la validez del análisis contenido en el Capítulo 2 de *Las consecuencias económicas de la paz*. Del debate subsiguiente Keynes no salió muy airoso y admitió que sus índices no acababan de probar la supuesta tendencia maltusiana de la sociedad europea desde

---

<sup>9</sup> Luis Angel Rojo aporta una referencia de Milton Friedman en la que éste califica el *Tract* como el mejor libro de Keynes. Friedman, Milton: <<The Keynes centenary. A Monetarist Reflects>>, *The Economist*, junio 4, 1983, p. 35. Citado por Rojo Duque, Luis Angel (1984) 99, nota 4.

<sup>10</sup> Patinkin, Don (1987) 20-21. El comentario de Keynes sobre el libro de Fisher se encuentra en *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XI, Economic Articles and Correspondance Academic*, pp. 375-381. En esta recensión, aunque Keynes reconoce el relativo retraso británico en la publicación de artículos y obras sobre teoría monetaria respecto a Estados Unidos, argumentará en favor de la superioridad de la tradición oral británica al respecto, criticando de este libro de Fisher la ausencia de una explicación del modo por el cual la entrada en circulación de dinero de reciente creación afecta al comportamiento de los precios, así como la falta de rigurosidad de Fisher en la elaboración de los números índice utilizados en la que Keynes denomina “fundamental equation of exchange” fisheriana. Véase Keynes, J. M.:<<Fisher, Irving (assisted by Harry G. Brown), *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Prices*,(New York, The Macmillan company), 1911>>, en *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XI, op. cit.*, p. 379.

inicios del siglo XX por él defendida en el libro mencionado<sup>11</sup>. Las dudas sobre la evolución de la economía real, la premura y el ritmo con el que se sucedieron los acontecimientos contribuyeron a que un Keynes pletórico ante el éxito alcanzado por *Las consecuencias...* y preocupado como agente cambiario por la elevada volatilidad de los tipos de cambio, se sobrepusiera en el *Tract* a un Keynes analítico, quedando la ardua tarea de formalización que requerían sus planteamientos teóricos aplazada para un compromiso posterior con sus editores y que daría lugar al segundo de sus dos *Treatise*.

### 3. Los efectos de las variaciones del nivel de precios

Pero no sólo fueron las dudas y la premura las causas por las que Keynes simplificó su análisis y restringió su enfoque. En el estudio de los efectos de la inflación también economizó medios de los que ya disponía en 1923. Con anterioridad, en un muy breve pero denso informe elaborado en septiembre de 1915, *The Meaning of Inflation*, Keynes ya había descrito los posibles efectos de la utilización del dinero fiduciario como instrumento de recaudación fiscal<sup>12</sup>. Definiendo como “banking capital” el monto global del poder adquisitivo del dinero fiduciario emitido por los diferentes bancos, Keynes destacó cómo el gobierno podía apropiarse de dicho “capital bancario” obligando a la banca privada a suscribir títulos públicos sin incurrir con ello en un coste excesivo, al menos de forma aparente. El impacto que tal política ejercía en la distribución de la renta aparece igualmente recogido en este artículo comentado. Con todo, en la asimilación que realiza entre inflación e impuesto de señoreaje, Keynes llegó a

---

<sup>11</sup> Toye, John (1997) 12-14.

<sup>12</sup> Keynes, J. M.: <<The Meaning of Inflation>>, en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XVI: *Activities 1914-1919, The Treasury and Versailles*, pp. 125-128.

sugerir la existencia de un nivel intermedio óptimo de imposición conveniente para sanear las finanzas públicas sin caer en los extremos del caso alemán que comportaría la pérdida de todas las funciones económicas que son asociadas al concepto de dinero<sup>13</sup>.

El *Tract*, sin embargo, no sólo abunda en los efectos de un incremento sostenido de los precios, sino que describe el proceso contrario, es decir, los efectos contractivos que puede causar la deflación, principalmente en la estructura productiva de la economía con el consiguiente incremento del desempleo<sup>14</sup>. Si el alza de precios podía en caso de ser moderada, estimular la producción, obteniendo los empresarios una ventaja económica a cargo tanto de los ahorradores como de los perceptores de rentas fijas, la deflación, por el contrario, desincentivaba las actividades directamente productivas al facilitar que los depósitos bancarios ofreciesen unas rentabilidades reales superiores a las generadas por las actividades productivas desvirtuando con ello el papel emprendedor e innovador del empresario. En este sentido, y en un contexto histórico en el que se cuestionaba la viabilidad del sistema de mercado Keynes escribiría uno de sus conocidos aforismos: “*To convert the business man into the profiteer is to strike a blow at capitalism*” (hacer del empresario un oportunista es darle una bofetada al capitalismo)<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> El caso paradigmático de la experiencia monetaria alemana del año 1923 es descrito y analizado por Rowley, Eric E. (1994).

<sup>14</sup> Keynes, J. M. (1923) 30-36.

<sup>15</sup> *Ibidem*, p. 24. Esta distinción entre el empresario emprendedor, agente económico esencial del sistema de mercado y el oportunista que se aprovecha de las coyunturas que ofrece el sistema, era utilizada por los políticos e intelectuales de la derecha política de finales de los años veinte y década de los treinta para defender las ventajas del capitalismo y justificar los defectos del mismo. Una muestra de ello se tiene en el discurso “El capitalismo contemporáneo y su evolución” pronunciado por José Calvo Sotelo en la sesión inaugural del Curso 1935-1936 en la Academia Nacional de Jurisprudencia y Legislación, discurso que es comentado por Ignacio Sotelo en el artículo <<La derecha de ayer y de hoy>>, *El País*, 27 de julio de 1996, pp. 9-10. Igualmente, Buchanan, en esta línea de pensamiento, distingue entre el empresario que busca beneficios de aquel que busca rentas, reflejando el primero la ética esencial del capitalismo. Buchanan, J.

Si por un lado, la inflación causaba la pérdida de valor real de los ahorros en efectivo y de los depósitos bancarios, modificando en consecuencia la actitud ahorradora de la sociedad, y por otro la deflación retraería la inversión y el consumo, entonces la estabilidad del valor del dinero devenía en una condición necesaria para poder garantizar un nivel mínimo de capacidad financiera que posibilitara la inversión y la generación de empleo. En este sentido, Keynes relacionará en su análisis política monetaria y evolución del tipo de cambio. Ante la evidencia de una Reserva Federal que había comenzado a operar en 1914 como banco central con unas reservas de oro monetizable seis veces superiores a las del Reino Unido, sostuvo que sería un error suponer que los norteamericanos las utilizarían a favor de los intereses económicos británicos y, en consecuencia, defendió la necesidad de desarrollar una política de dinero administrado por parte del gobierno en la que las reservas de oro disponibles fuesen destinadas a garantizar tan sólo la cobertura de los posibles déficits que presentase la balanza de pagos.

#### **4. Los límites de la teoría cuantitativa en el *Tract***

Las incipientes bases teóricas utilizadas en el *Tract*, punto de apoyo de sus recomendaciones de política monetaria, las desarrolla Keynes en el capítulo tercero a partir de las elaboraciones de Pigou y Marshall. Restándole importancia a la mayor o menor consistencia teórica y empírica de la relación existente entre el volumen de los medios de pagos y el nivel de precios, el propósito de Keynes al utilizar la teoría cuantitativa no es más que, como el mismo sostuvo repetidamente,

---

M.:<<Rent Seeking and Profit Seeking>> en Buchanan, J. M.; Tollison, R. D. y Tullock, G.: *Toward a Theory of Rent-Seeking Society*, College Station, Texas A&M University Press, 1980, pp. 3-16. Citado por Rivera, Juan Antonio (1996) 25.

el de ordenar las relaciones causales en el análisis de las variaciones de los niveles de precios<sup>16</sup>.

Formado en la tradición neoclásica, la demanda monetaria la plantea Keynes en términos utilitaristas y si la utilidad del dinero radica en la que pueden proporcionar los bienes y servicios que con él se pueden adquirir, la demanda de dinero, sostiene Keynes en el *Tract*, no puede ser más que demanda de poder adquisitivo. En el caso de considerar incrementos paulatinos del nivel de producto agregado y hábitos monetarios regulares, la demanda de capacidad de compra tenderá a permanecer relativamente estable. Conocedor de la técnica de elaboración de los números índice, valorará el poder de compra del dinero mediante un índice de precios obtenido a partir de una mercancía compuesta representativa formada con bienes de consumo. Siendo ( $n$ ) el volumen de los medios de pago de una economía; ( $p$ ) el nivel de precios y ( $k$ ) el número de unidades de una mercancía compuesta de bienes de consumo que se pueden adquirir con el poder adquisitivo disponible por los ciudadanos, planteará la ecuación de intercambio simple mediante la igualdad  $n = pk$ .

Si Keynes se hubiese detenido en este punto no hubiese dicho nada que no se conociera desde hacía mucho tiempo, pero al extender su análisis al ámbito empresarial y considerar la utilización de cheques bancarios por un valor de ( $k'$ ) unidades de capacidad de compra, utilizando el multiplicador del dinero bancario planteará de nuevo la ecuación anterior quedando  $n = p(k + rk')$  siendo ( $r$ ) el coeficiente de reservas de los bancos<sup>17</sup>. Esta expresión, conocida como la ecuación

---

<sup>16</sup> Este argumento de la utilización de las ecuaciones de magnitudes agregada como ordenación de causas y efectos económicos es recurrente en la obra de Keynes y en particular será repetido más tarde en el *Treatise on Money* al elaborar las que él denominará ecuaciones monetarias fundamentales. Keynes, J. M. (1930) I, 125.

<sup>17</sup> Si el efectivo en manos del público es “EMP”, los depósitos bancarios vienen expresados por “D” y el coeficiente de reserva son los activos en caja “AC” sobre los depósitos bancarios, la expresión propuesta por Keynes queda  $n = p[(EMP/p) + (AC/D)(D/p)]$  equiparable a la que se utiliza en los diferentes manuales de economía para definir la base monetaria. Por otro lado, se ha

monetaria de Cambridge, es utilizada por Keynes para relacionar el volumen de los medios de pago existentes con el nivel de precios en función de la estabilidad de los valores de “ $r$ ”, “ $k$ ”, y “ $k'$ ”<sup>18</sup>.

Si bien en cierta medida el encaje bancario puede ser controlado por la autoridad monetaria, lo cierto es que el volumen y la composición de liquidez demandada por el público vienen relacionadas con causas de carácter psicológico y sociológico. De este modo Keynes formaliza en el *Tract* el desarrollo del concepto de preferencia por la liquidez. Marshall fue quién le abrió el camino al explicar como cada individuo decide cuánto tener en forma líquida a partir de un cálculo de las ventajas de ésta respecto a otras formas alternativas de riqueza, más tarde Keynes lo ampliará en el *Treatise on Money* culminándolo posteriormente en la *Teoría general*<sup>19</sup>.

Con muchas dudas acerca de la estabilidad de “ $k$ ” y “ $k'$ ”, Keynes sólo consideró “ $n$ ” como una variable dependiente del nivel de precios en el largo plazo, pero a continuación apuntó que el análisis económico en este escenario podría resultar ser de poca utilidad si lo que se pretendía era sugerir políticas monetarias de corto plazo y expresándolo con otro de sus aforismos sentenció que “*In the long run we are all dead*” (a largo plazo todos estamos muertos) cuestionando de nuevo, aunque esta vez tan sólo en un horizonte temporal, la validez de la teoría cuantitativa<sup>20</sup>. Las fluctuaciones de “ $k$ ” y “ $k'$ ” causadas por la

---

de mencionar, que Keynes en el *Tract* todavía no contempla la demanda de dinero para efectuar transacciones financieras. Será en el *Treatise on Money* donde iniciará el análisis de la demanda de dinero, culminado en la *Teoría general*, en función de los tres motivos: transacción, precaución y especulación.

<sup>18</sup> Schumpeter comentó una de las limitaciones de esta ecuación al apuntar como  $k$  y  $k'$  representan unidades de consumo en las que no figuran los bienes industriales. El problema surge al considerar las empresas como agentes económicos que demandan liquidez para efectuar sus pagos produciéndose una dicotomía al no venir ésta expresada en bienes industriales. Schumpeter, Joseph A. (1954) 1202, nota 75.

<sup>19</sup> Keynes, J. M. (1992) 203.

<sup>20</sup> Keynes, J. M. (1923) 64-65. Será en el *Treatise on Money* cuando Keynes formalizará una alternativa a la ecuación de intercambio de Fisher al plantear mediante sus ecuaciones

modificación de los hábitos de los ciudadanos -tienden a disminuir en épocas de auge y tienden a aumentar en las fases recesivas- determinan la evolución del ciclo del crédito<sup>21</sup> y originan, suponiendo “*n*” y “*r*” constantes, alteraciones en los precios. Estas a su vez, tal como se deduce fácilmente de la expresión  $n/p=(k + rk')$ , causan una disminución de los saldos reales en la fase alcista de la economía y un aumento de los mismos en la fase recesiva.

En esta reflexión se encuentra la cima teórica del *Tract*. Keynes no continuará el análisis del mercado monetario y en consecuencia no analizará los efectos que la fluctuación de los saldos reales causan en los tipos de interés, cuestión en la que reflejará, más tarde, un importante vacío a lo largo del *Treatise on Money* pero que analizará posteriormente -tras las críticas erosivas recibidas, entre otras, de una no menos ácida pluma como era la de Hayek- en la *Teoría general* con la limitación, ya conocida, que supuso el refugiarse en otro principio de comportamiento psicológico como era el de las expectativas subjetivas de los beneficios esperados por el inversor.

La razón por la cual Keynes no profundizó en el análisis de los efectos causados por la evolución cíclica de los saldos reales en el mercado de dinero puede residir en su convencimiento de que la financiación monetaria de los déficits públicos era la causante de los desajustes internos y externos de las economías europeas y, en este sentido, acabará su razonamiento sosteniendo la necesidad de que las autoridades del banco emisor deberían utilizar en tales momentos, más que el tipo de descuento básico, un control directo de la masa monetaria, reforzado con la instrumentalización del coeficiente de reserva, lo cual permitiría responder a las

---

fundamentales una determinación del nivel de precios independiente de la cantidad de dinero.

<sup>21</sup> El ciclo del crédito es un concepto que será ampliamente estudiado en el *Treatise on Money* en función de la desigualdad que puede darse entre el ahorro y la inversión utilizando un análisis de renta. En el *Tract* tan sólo se define en función de la demanda de liquidez según la sucesión secular de auges y recesiones económicas.

oscilaciones de la demanda de dinero<sup>22</sup>.

## 5. La gestión de la cobertura del riesgo cambiario

Con un fundamento teórico en el que basar la gestión de la política monetaria que estabilizase los precios internos, Keynes se centró seguidamente en el desarrollo de un esquema alternativo al patrón-oro que asegurara la estabilidad de los tipos de cambio o que en todo caso sirviese para predecir la evolución de los mismos, reduciendo, de este modo, los elevados costes de cobertura del riesgo cambiario. El mecanismo monetario internacional de tipos de cambio alternativo al patrón-oro lo encontró Keynes en la teoría de la paridad del poder adquisitivo desarrollada por Gustav Cassel, quién basándose en los principios de David Ricardo, la había divulgado hacía apenas cinco años. El propio Keynes efectuará una exposición amplia de la misma en el *Tract* coincidiendo su contenido aún hoy en día con él de las versiones reproducidas actualmente en los diferentes manuales de economía internacional<sup>23</sup>.

Analizando el grado de validez de esta teoría, que se limita básicamente a comparar el poder adquisitivo interno y externo de una moneda en función del índice de precios de una cesta de bienes y servicios representativa, Keynes colige que será tan sólo a largo plazo cuando el tipo de cambio y el poder adquisitivo

---

<sup>22</sup> Puede que exista una cierta diferencia de interpretación al respecto entre Rodríguez Braun, C. (1993) 60-63 y Rojo Duque, Luis Angel (1980) 272 y (1984) 102, 105 y 137; véase también Luis Angel Rojo en <<Pròleg>> a Keynes, J. M.: *La teoría general de l'ocupació, l'interés i el diner*, Edicions 62, Barcelona, 1987, p. 2. El primero interpreta como necesidad prioritaria en el *Tract* el controlar la oferta monetaria, mientras que Luis Angel Rojo sostiene que Keynes abogaba por la utilización del tipo de descuento básico. De hecho, Keynes se expresó en los siguientes términos: "... it is doubtful whether bank rate by itself is always a powerful enough instrument, and if we are to achieve stability, we must be prepared to vary  $n$  and  $r$  on occasion. Our analysis suggests that the first duty of the central banking and currency authorities is to make sure that they have  $n$  and  $r$  thoroughly under control". Véase Keynes, J. M. (1983) 68-69.

relativo tenderán a coincidir, ya que será en dicho horizonte temporal cuando los índices de precios reflejan los efectos causados por las políticas monetarias de los diferentes países. Ello suponiendo un escenario en el que la relación real de intercambio entre los distintos países no se ve afectada por variaciones relativas de la productividad de los factores ni por los incrementos coyunturales de la demanda de determinados productos ni por flujos de capital imprevistos<sup>24</sup>.

Fiel al método empírico, Keynes inducirá sus afirmaciones del análisis del comportamiento de los tipos de cambio y de la paridad de poder adquisitivo de las monedas de Francia, Reino Unido, Italia, Suecia y Estados Unidos a lo largo de los tres primeros años de la década de los veinte. De este modo, y a diferencia del *Treatise on Money*, Keynes aceptará la validez de la teoría de la paridad del poder adquisitivo y la propondrá como una posible alternativa al patrón-oro. La idea de que una vuelta a la convertibilidad facilitaría la consecución de una estabilidad interna y externa Keynes la descarta. Tal medida, de implementarse, debería ser la culminación de un proceso de ajuste interno y no el instrumento. Era obvio que las reservas de oro, ante las fuertes variaciones estacionales de los pagos internacionales y los posibles flujos de capitales al exterior, podrían disminuir de forma importante antes de que el nivel de precios se estabilizara a través del ciclo del crédito y, en consecuencia, se agravase la recesión al hacer necesarios sucesivos incrementos en los tipos de descuento básico que desincentivasen la demanda de dinero<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> Krugman, Paul R., Obsfeld, Maurice (1991) 381-395.

<sup>24</sup> Keynes, J. M. (1923) 79-80.

<sup>25</sup> Una crisis monetaria puede ser causada en un sistema de tipo de cambio fijo –caso del patrón-oro- por un déficit sostenido de la balanza de pagos que provoque una disminución obligada de reservas exteriores metálicas y, en consecuencia, del volumen de los medios de pago. En este caso, una disminución de  $n$  requiere, suponiendo un comportamiento estable de la demanda de dinero, una disminución equivalente en el nivel de precios. En el caso de que la deflación no se produjese en la proporción y a la velocidad adecuada, la autoridad monetaria se veía obligada a contener el mercado monetario mediante sucesivos incrementos del tipo de descuento básico. Véase Keynes, J. M. (1923) 88 y 129 y 138-139.

Pero no tan sólo era una cuestión de ordenar causas y efectos, se trataba también de garantizar la independencia de la política monetaria del Reino Unido respecto de la de Estados Unidos. Keynes reconoció en el *Tract* que el monopolio ejercido por Londres en la intermediación financiera mundial había llegado a su término. Estados Unidos era ya un país acreedor y, en ese nuevo contexto, Keynes comprendió que la restauración del patrón-oro suponía una supeditación de los intereses británicos a los norteamericanos, ya que la deseada colaboración monetaria entre ambas potencias, que intentarían solucionar sus propios desequilibrios internos de forma independiente, no se llevaría a término. Por otro lado, las diferentes concepciones políticas y estratégicas de ambos países -Estados Unidos en sí mismo representaba un gran mercado mientras que el Reino Unido necesitaba de la continuidad de sus relaciones coloniales- junto a la pugna por ejercer una posición hegemónica en el control de los mercados internacionales, reforzaban la inviabilidad de una política monetaria coordinada<sup>26</sup>.

Reticente, por razones teóricas y políticas a una vuelta al sistema patrón-oro, Keynes defendía una política intervencionista del gobierno en los mercados monetario y cambiario. Calificando el patrón-oro como una reliquia de los tiempos bárbaros, anticipará alguna de las conclusiones del *Treatise on Money* y por las cuales sostuvo que si el siglo XIX vio la aparición del dinero fiduciario, el siglo XX vería la utilización por los bancos centrales de reservas a su vez igualmente fiduciarias, clara anticipación de la situación actual tras la suspensión de la convertibilidad del dólar a inicios de la década de los años setenta. El dinero estaba destinado, dada la evolución de la civilización occidental, a perder todos sus anclajes aúricos pasando su valor a ser controlado mediante criterios económicos y políticos. Para el Keynes del *Tract*, el capitalismo avanzado del Reino Unido había llegado a un momento en el cual debía abandonar el criterio liberal del *laissez-faire*

---

<sup>26</sup> *Ibidem*, pp. 138-139.

siendo necesaria la intervención del gobierno en lo que se refiere al control y gestión de la política monetaria.

En este contexto de fuertes variaciones de precios y tipos de cambio, y entre las llamadas a la sensatez basadas en la conveniencia de una política monetaria administrada que garantizara la independencia económica del Reino Unido, no puede pasar desapercibida en el *Tract* la defensa que Keynes efectúa de la función económica de los especuladores como gestores de riesgo a corto plazo tanto en el mercado de productos como en los mercados financieros. Estos, en su opinión, contribuían a atenuar las oscilaciones de los precios disminuyendo los costes derivados de las transacciones comerciales y financieras atribuibles a las elevadas primas de riesgo.

De este modo, Keynes muestra en el *Tract* un amplio conocimiento de los mercados de futuros y analiza las razones por las cuales los valores *spot* y *forward* pueden diferir planteando la teoría de la paridad de los intereses relativos que ampliará posteriormente en el *Treatise on Money* incorporando la teoría de la “*normal backwardation*” -premio y descuento intrínseco no atribuible a un comportamiento estocástico de los tipos de interés- según la cual el precio a futuro de un producto o la cotización de una moneda, aunque sea superior al precio al contado, debe ser inferior al contado esperado futuro al menos en la *normal backwardation* en función de la desigual aversión al riesgo de las partes contratantes. Respecto a la evolución esperada de los tipos de cambio manifestará su escepticismo en la utilización de la paridad del poder adquisitivo para efectuar predicciones a corto plazo<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> *Ibidem*, p. 72. Luis Angel Rojo, quién recuperará la teoría de la paridad de los intereses del *Treatise on Money*, ha sido uno de los primeros economistas de la nueva generación de monetaristas españoles en reconsiderar la cuestión: “La especulación desempeña, sin embargo, un papel importante en dicho mercado –el cambiario-; y aunque quepa defender que la especulación profesional para perdurar en el tiempo obteniendo beneficios, ha de ejercer, en promedio efectos estabilizadores sobre los movimientos de los tipos de cambio fluctuantes, no hay duda de que la especulación en su conjunto, puede tener efectos desestabilizadores e imponer, por tanto, a los

Como agente económico especializado en la gestión de riesgo cambiario, su condición de especulador profesional ha sido detallada por dos de sus recientes biógrafos como son Robert Skidelsky y Donald E. Moggridge<sup>28</sup>. El primero comenta cómo a partir del mes de julio de 1914, contra lo que sostienen algunas de las reseñas biográficas, Keynes ya había iniciado sus actividades especulativas en la bolsa utilizando sus conocimientos financieros. En 1913 disponía de acciones por valor de 1.691 libras esterlinas elevándose dicha cantidad un año más tarde a 4.617 libras. Finalizado el conflicto bélico, en su fortuna personal figuraban activos financieros por valor de 14.453 libras. Algunas de las acciones habían sido adquiridas previa obtención de créditos. Uno de ellos por un valor de 1000 libras le fue facilitado por el Barclays y sirvió para adquirir acciones de la Canadian Pacific y de la empresa Río Tinto representando ello un claro ejemplo de lo que más tarde Keynes conceptualizaría como la demanda especulativa de dinero en la que se basaría para distanciarse de la teoría cuantitativa<sup>29</sup>.

Moggridge, por otro lado, sostiene que Keynes contaba con una sólida formación teórica y monetaria y había leído entre otros *Lombard Street* de Bagehot; *Investigations in Currency and Finance* de Jevons; *The Nature and Necessity of Interests* de Cassel; *The Foreign Exchanges* de Goshens; *Bimetallism* de Leonard Darwin y *Recent Literature on Interest* de Böhm-Bawerk. Siendo

---

tipos de cambio fluctuaciones más amplias que las que se hubiesen registrado en su ausencia.” Rojo Duque, Luis Angel, (1974) 231. Por otro lado, la contrastación empírica de la relación entre los precios al contado y futuros establecida por Keynes se encuentra en Kolb, Robert W.: <<Is normal Backwardation Normal?>> en Malliaris, A. G. (1997) 425-429.

<sup>28</sup> Skidelsky, Robert (1982); Moggridge, D. E. (1992). Un comentario sobre estas biografías se encuentra en Blaug, Mark (1994) 1204-1215.

<sup>29</sup> En este punto Skidelsky sostiene que en cierto modo Harrod pudo blanquear la memoria de Keynes al omitir la elevada rentabilidad monetaria de su objeción de conciencia la cual le permitió eludir su alistamiento en la Primera Guerra Mundial. De hecho, Keynes pidió primero exención al alistamiento y le fue concedida por su “trabajo de importancia nacional” (el *Treasure*). Después envió una carta de “objeción de conciencia”, pero cuando fue citado indicó que “estaba demasiado ocupado”. El tribunal local no se lo tomó a mal porque ya estaba exento por su trabajo. Veáse Skidelsky, Robert (1982) 315-327.

apreciado por los agentes financieros no le faltaron ofertas para ocupar cargos relevantes. Pudo renunciar, por ejemplo, en los años previos al *Tract* a ocupar la presidencia del British Bank of Northern Commerce y se integró en el equipo de asesores de la National Mutual Life Assurance Society llegando ser presidente de esta institución en 1921. Consideró que podría rentabilizar su asuidad a los círculos financieros y amplió sus actividades especulativas fundando su propia agencia de valores *O. T. Falk and Partners* consiguiendo, en un principio, importantes ganancias operando en el mercado de divisas adquiriendo lo que el consideraba monedas fuertes: dólares, coronas noruegas y coronas danesas. Sin embargo, la inesperada depreciación de éstas respecto al franco francés, lira italiana y florín holandés en los años de posguerra le causaron importantes pérdidas. Lejos de desanimarse, argumentó entre sus conocidos que no había sido bien aprovechada su experiencia como bajista (*bear*) –término bursátil que caracteriza a los agentes que manifiestan una elevada preferencia por la liquidez confiando en que los repuntes de los tipos de interés incrementen la rentabilidad esperada de los títulos- y solicitó nuevos créditos para endeudarse. Al igual de lo que les sucedió a tantos otros inversores, entre los cuales hay que mencionar a uno de sus principales rivales teóricos, Irving Fisher, sus conocimientos no le permitieron escapar a los efectos de la Gran depresión y su fortuna personal valorada en 44.000 libras se vio reducida a 7.000 en 1929. Como agente especulador, Keynes asumía posiciones de alto riesgo concentrando sus operaciones en pocos valores de forma que alguno de ellos llegaban a representar más del diez por ciento de su riqueza<sup>30</sup>.

La valoración ética de la actividad especulativa hay que situarla, sin embargo, en su contexto histórico. Keynes fue uno de los primeros agentes

---

<sup>30</sup> Moggridge, D.E. (1992) 198, 349-352 y 409. Por otro lado, las actividades especulativas de Irving Fisher así como los reveses que le causó la Gran Depresión vienen descritas en el Capítulo 7 en Allen, Robert Loring (1993).

económicos en beneficiarse del progreso inverosímil que se ha producido desde inicios del presente siglo en materia de comunicaciones y por el cual las plazas financieras de Nueva York, Londres, París y Berlín quedaron vinculadas en cuestiones financieras, materializándose en rendimientos económicos el tratamiento de la información disponible. Norman Angell fue uno de los primeros autores que en su libro *La gran ilusión* (1911) ofreció esta visión del mundo globalizado: “En ningún dominio de la actividad humana es tan completa la internacionalización como en el de las finanzas”, visión que había sido teorizada por Rudolf Hilferding en su obra *El capital financiero* publicada un año antes y en la que sostenía, contra las tesis expuestas en *El capital* de Carlos Marx, la viabilidad del capitalismo mediante la expansión económica de los mercados internacionales<sup>31</sup>.

## **6. Los intereses industriales y los intereses financieros**

En medio de los tumultuosos años veinte, periodo ya muy bien estudiado entre otros por Luis Angel Rojo, el 28 de abril de 1925, en un intento de mantener la hegemonía de Londres en los mercados financieros frente a la competencia de Nueva York y París, el Reino Unido decidió volver al patrón-oro con un tipo de cambio de 4,86 dólares por libra esterlina, valor que Keynes estimó sobrevalorado en un 10 por ciento basándose para ello en la evolución de los precios de los bienes comerciables y no comerciables<sup>32</sup>. El periódico *The Times*, en línea con el gobierno conservador que saldría de las urnas en octubre de 1924, se había mostrado

---

<sup>31</sup> Más allá de las consideraciones éticas relacionadas con la utilización y consecuencias del desarrollo de las nuevas tecnologías de la información, tanto Koslowski, Peter (1982) como Sen, Amartya (1997) ofrecen reflexiones muy sugerentes sobre la génesis y características del agente económico en una economía de mercado.

<sup>32</sup> Rojo, Duque. Luis Angel (1984) 94-119.

reluctante a la publicación firmados por Keynes en los que se analizaba las causas, los efectos y los remedios del restablecimiento del patrón-oro anticipando una etapa de crédito restringido y desempleo. Estos artículos fueron finalmente publicados en el *Evening Standard* del 22, 23 y 24 de julio de dicho año titulados “Unemployment and Monetary policy”. Una vez ampliados y siguiendo la línea divulgativa del *Tract*, dieron lugar a su opúsculo *The economic Consequences of Mr. Churchill*<sup>33</sup>, sugiriendo, ante la improbabilidad de que se produjera una reducción de salarios, que al Reino Unido tan sólo le quedaba confiar en que se produjese un incremento generalizado de los precios en el resto del mundo para poder compensar los efectos nocivos sobre la economía interna atribuibles a la revalorización de la moneda.

La vuelta al patrón-oro con una libra sobrevalorada supuso una pérdida de competitividad de la economía británica y el consiguiente empeoramiento de la balanza por cuenta corriente. Los intereses financieros de la City se impusieron a los intereses industriales del Reino Unido y el cierre de numerosas empresas junto con un aumento del desempleo fueron las consecuencias directas de la vuelta a dicho sistema monetario. Ante esta victoria política de los intereses financieros, la solución teórica que garantizaba el equilibrio externo consistía en disminuir los costes salariales y las rentas en un 10 por ciento -cifra equivalente a la sobrevaloración estimada de la moneda británica- con el fin de evitar que el desequilibrio comercial acabase afectando seriamente las reservas exteriores

---

<sup>33</sup> Hogart Press, 1925. Incluido después en *Essays in Persuasion* (1931). Keynes, J. M.: *Essays in Persuasion*, pp. 207-230. Una exposición resumida de las consecuencias económicas de la sobrevaloración de la libra esterlina basada en Moggridge, D. E.: *British Monetary Policy, 1924-1931. The Norman Conquest of \$4.86*, Cambridge University Press, 1972, es presentada por Solomou, Solomos (1996) Cap. 2. Este autor sintetizando el trabajo empírico de Moggridge, menciona como siendo la elasticidad de las exportaciones 1,5 y la de las importaciones 0,5 se pudo anticipar mediante la aplicación de la condición de Marshall-Lerner que un tipo de cambio sobrevalorado se traduciría en un empeoramiento de la balanza de pagos y en un proceso recesivo de la economía. Se ha calculado que en el Reino Unido debido a la sobrevaloración de su moneda se perdieron 750.000 puestos de trabajo.

forzando un nuevo ajuste del tipo de cambio.

El sector del carbón, beneficiado en un principio por la ocupación de la cuenca del Rhur y por las huelgas de mineros en los Estados Unidos, soportó las primeras presiones tendentes a endurecer las condiciones laborables mediante el incremento de la jornada laboral y posible reducción de salario nominal. La respuesta de los sindicatos no se hizo esperar y la huelga general británica convocada por la Trade Unions se prolongó durante la primera quincena de mayo de 1926. Este conflicto social no logró impedir, sin embargo, el alargamiento de la jornada laboral. Keynes ya denunció como los mineros -que habían mantenido paralizada la actividad extractiva durante seis meses- fueron quienes pagaron los errores de cálculo de una administración que fue incapaz de valorar correctamente los costes derivados de la sobrevaloración de la moneda así como de prever la rigidez salarial a la baja ironizando, al igual que David Ricardo lo hiciera a principios del siglo XIX, sobre la obsesión irracional de algunos gobernantes a favor de sostener unas elevadas reservas de oro que resultaría ineficaces para estabilizar en un momento dado el tipo de cambio<sup>34</sup>. Sin embargo, el incremento de la productividad de la economía británica y una inflación en Estados Unidos, superior a la esperada, equilibraron los precios británicos con los de sus principales competidores.

La experiencia del conflicto del carbón despertó en Keynes el interés por las condiciones de la oferta y analizó, por ejemplo, el exceso de capacidad instalada en la industria del algodón que encontraba en los nuevos fabricantes chinos, japoneses e hindúes una fuerte competencia. Curiosamente, en estas extensiones hacia el ámbito de la economía industrial, Keynes se alejó de los postulados competitivos y sostuvo la necesidad de proceder a una concentración industrial en torno a las empresas más eficientes formando conglomerados industriales y financieros en el

---

<sup>34</sup> Probablemente fue la experiencia de la huelga general británica de 1926 la que hizo reflexionar a Keynes sobre el escaso grado de realismo en aquellos años del supuesto de flexibilidad salarial a la baja aceptado por la escuela clásica en el ajuste automático del mercado de trabajo.

que participasen los bancos. La competencia japonesa y americana junto con la sobrevaloración de la libra se había traducido para el Reino Unido en la pérdida de importantes mercados en el exterior que sólo se podrían recuperar incrementando la productividad y reduciendo los costes<sup>35</sup>. La paliación del desempleo sectorial mediante la distribución del trabajo en función de la reducción de la jornada laboral no ayudaba, en opinión de Keynes, a solucionar el problema de esta industria sino todo lo contrario ya que mantendría en funcionamiento empresas ineficientes cargando con unos mayores costes las empresas realmente competitivas.

Fue, precisamente, durante estos años en los que se gestaron las ideas que serían desarrolladas en *The Means of Prosperity*<sup>36</sup>, obra publicada en 1933 en cuyo contenido se pueden apreciar algunos de los elementos teóricos más tarde desarrollados en la *Teoría general del empleo el interés y el dinero*. La disminución del desempleo, se conseguiría mediante un proceso acumulativo basado en el incremento de la inversión pública que reactivase la economía y mejorase las expectativas de rentabilidad esperada de los proyectos de inversión<sup>37</sup>. La cooperación entre el sector público y el sector privado se hacía necesaria en el marco de un capitalismo administrado en el que el control de natalidad y el desarrollo tecnológico representaban los fundamentos del bienestar social.

---

<sup>35</sup> Un resumen del análisis de los sectores del carbón y del textil efectuado por Keynes se encuentra en Torrero Mañas (1996) 19-34.

<sup>36</sup> Trabajo reproducido en Keynes, J. M.: *Essays in Persuasion*, op. cit., pp. 335-366.

<sup>37</sup> Richard Kahn, influido por el sexto capítulo de *Can Lloyd George Do It?*, informe redactado conjuntamente por Keynes y Hubert Henderson en el que se valoraba el volumen del empleo que crearía el programa de obras públicas propuesto por la campaña electoral de 1929 por el Partido Liberal, fue quién dedujo el multiplicador del empleo divulgándolo en el *Economic Journal* de junio de 1931. Véase: Moggridge, D. E. (1992) 512 y 528. Marcuzzo sostiene que el artículo de Kahn sobre el multiplicador, aunque limitado al sector de los bienes de consumo, puede ser considerado como el primer paso hacia una teoría basada en las funciones de oferta y demanda agregada, conceptos que serían utilizados más tarde en las clases que impartió Keynes en la Universidad de Cambridge en 1932 quedando como única evidencia escrita de tal afirmación los apuntes tomados directamente de las mismas por Lorie Tarshis. Marcuzzo, Maria Cristina (1996)

Pero antes de aceptar que en épocas de profunda depresión la realidad rechazaba de forma obstinada los principios de ajuste neoclásicos, Keynes gestó el *Treatise on Money*, que puede ser considerado como un trabajo de transición entre su enfoque monetario y el de demanda agregada. En este sentido, el esfuerzo del *Treatise*, centrado en la determinación del nivel de precios prescindiendo del volumen de medios de pago, aunque formalizado en sus célebres ecuaciones fundamentales, no acabó de fraguar. Las causas del fracaso del *Treatise* fueron varias. Se puede citar como ejemplo una base teórica no consolidada que consideraba una oferta agregada rígida. Cabe mencionar, igualmente, la ineffectividad, contrastada por el propio Keynes, de la política monetaria en una economía abierta con tipos de cambio fijo así como la evidencia de que en periodos de profunda recesión la política del dinero barato era a todas luces insuficiente. Profundamente insatisfecho por las inconsistencias y ambigüedades contenidas en el *Treatise*, Keynes se dedicó a la preparación de la *Teoría general del empleo el interés y el dinero* la cual, como han sostenido Schumpeter y Don Patinkin, puede ser considerada como el fruto de la germinación de las ideas embrionarias ya comentadas en el *Tract on Monetary Reform*.

## **7. El *Tract* y la economía española de los años veinte.**

Entre los efectos económicos que podría causar una vuelta al patrón-oro, Keynes mencionó la mayor facilidad de captación del capital extranjero al ofrecerse un mayor prestigio financiero y mencionó explícitamente que este sería el caso del Reino Unido, Holanda, Suecia y Suiza, dudando, sin embargo, de que surtiese el mismo efecto en el caso de España<sup>38</sup>. En nuestro país, con todo, la

---

13-16.

<sup>38</sup> La lectura del Capítulo IV del *Tract* puede resultar útil ya que analiza las causas y efectos de la

cuestión de la integración de la peseta en el sistema monetario del patrón-oro no se plantearía de forma abierta sino hasta 1929 cuando nuestra moneda perdió posiciones en los mercados internacionales. Keynes, como ha destacado Velarde Fuertes, en 1923, era conocido más bien como analista de política internacional defensor de reconducir la cuestión de las reparaciones alemanas que no como economista monetario y la referencia explícita al caso de la economía española contemplada en el *Tract* pasó desapercibida<sup>39</sup>.

Con todo, algunos de los elementos teóricos anteriormente considerados ya eran conocidos en España. Flores de Lemus por ejemplo, a partir del análisis del impacto de la repatriación de capitales de las colonias en 1898 y de los efectos de la financiación monetaria de las guerras coloniales, ya había mencionado en 1904 los efectos económicos de la variación del valor del dinero. De hecho, este autor había anticipado en el caso de la deflación cómo la rigidez salarial a la baja representaba una dificultad de carácter social para poder ajustar la evolución de las rentas a la de los precios<sup>40</sup>. Por otro lado, Germán Bernácer, al haber desarrollado su teoría de las disponibilidades líquidas como explicación de las crisis, ya se había situado en 1922 en un nivel teórico superior al del ciclo del crédito del *Tract*, introduciendo, aunque de una forma incipiente, las relaciones que se generan entre el circuito industrial de la economía y el circuito financiero, avanzándose de este modo, en el análisis de los ciclos económicos al considerar los elementos básicos de un análisis de renta que Keynes no consideró sino más tarde en la preparación de su *Treatise on Money*<sup>41</sup>.

---

integración de una moneda relativamente débil en un área monetaria fuerte, prestando una especial atención a la deflación de rentas que acompaña al posible desequilibrio de la balanza de pagos causada por la integración.

<sup>39</sup> Velarde Fuertes, Juan: <<Keynes en España>>, en Rubio de Urquía, Rafael (1988) 102-126.

<sup>40</sup> Velarde Fuertes, Juan (1961) 142-143.

<sup>41</sup> Robertson, D. H. (1940) 50-65. Véase también Bernácer, Germà: <<La teoría monetaria de Keynes>>, en Roca, Francesc (1996) 138. Se ha de notar, sin embargo, que esta dicotomía entre circuito industrial y circuito financiero está siendo cuestionada recientemente por los economistas

Sin embargo, el que el *Tract* no fuese traducido en su momento al castellano hay que explicarlo más bien en términos políticos e institucionales<sup>42</sup>. En primer lugar, entre la Ley de Ordenación Bancaria de 1921, impulsada por Francesc Cambó, y el Dictamen de la Comisión nombrada por Real orden de 9 de enero de 1929 para el estudio de la implantación del patrón-oro, la discusión monetaria en nuestro país durante la época del *Tract* quedó relegada a un segundo plano debido a la crisis social<sup>43</sup>.

Por otro lado, como sostuvo Juan Sardá Dexeus: “El gobierno de la dictadura siguió una política de intervención y de monopolio muy intensa en el orden económico. Una de las consecuencias de esta política fue el producir una elevación antinatural de los precios. Desde el punto de vista monetario ello creaba por lo menos una base de depreciación de la peseta, constituyendo sobre todo una contradicción evidente con los esfuerzos que se hacían para mantener alta su cotización... es decir, se practicaba una tendencia a la deflación en el orden monetario, mientras se practicaba una política de inflación en los demás

---

postkeynesianos al considerar la creación endógena de medios de pago por el propio sector real de la economía. Véase Rodríguez Fuentes, Carlos Javier (1996) 68.

<sup>42</sup> Entre las traducciones que se hicieron del *Tract* en los años veinte figuran la italiana de Piero Sraffa, la alemana, la francesa con un prólogo especial del propio Keynes dedicado a la evolución del franco francés, la danesa y una traducción al japonés. En lo que respecta al castellano, Enrique Fuentes Quintana en un artículo divulgativo publicado en *Papeles de Economía Española*, escribe: “Cuando Keynes llegó a España su labor periodística era conocida. El Sol había publicado algunos de sus trabajos, habiendo tenido especial eco sus crónicas enviadas desde la Conferencia de Génova. Sin embargo, su gran obra periodística, los suplementos del Manchester Guardian Commercial, no fue ofrecida a la prensa española, sino traducida y publicada fuera de España”. Fuentes Quintana, Enrique (1983) 242. Por otro lado, Juan Velarde Fuertes ha escrito: “El que el profesor Olariaga, que los siguió muy de cerca -el *Tract* y el *Treatise on Money*- no empujase hacia su versión a nuestro idioma, será un misterio que no sé si desvelará la tesis doctoral de María del Carmen Pérez Armiñán acerca de parte de la labor de éste”. Velarde Fuertes (1983) 392.

<sup>43</sup> El plan de obras públicas llevado a cabo por el régimen dictatorial de Primo de Rivera durante el cual el gasto público osciló en torno al 10 por ciento del PIB, como apunta Francisco Comín: “fue y sigue siendo muy controvertido; tanto que de hecho, el propio ministro de Hacienda Calvo Sotelo retiró el presupuesto extraordinario al cuarto ejercicio, cuando su duración previa eran diez años. Comín, Francisco (1996) 38, 42-43.

sectores”<sup>44</sup>. De hecho la circulación de billetes entre 1915 y 1925 pasó de 2.018,5 a 4.411 millones de pesetas y el índice de precios con base 100 en 1913 alcanzó un valor de 230,6 en 1924, 182,4 en 1925 y 152,4 en 1927<sup>45</sup>.

El Banco de España mediante la Ley Cambó había quedado, en principio, capacitado para poder operar como el principal instrumento de la política monetaria del gobierno, pero mientras la banca privada tuviese en cartera grandes volúmenes de deuda, susceptible de ser utilizada como garantía de créditos, poco efectivo podía resultar el manejo del tipo básico de descuento. Como apunta Gabriel Tortella: “El arma realmente importante. Dada esta peculiar situación del mercado de dinero era, por tanto, el interés de los créditos con garantía de los valores públicos, no el tipo de descuento. Y ocurría que, desde 1902 hasta 1931, el tipo de descuento lo fijaba libremente el banco, pero el interés en las operaciones con garantía de valores públicos lo fijaba conjuntamente con el Ministerio de Hacienda, y este se cuidó siempre, para facilitar la colocación de la deuda de mantenerlo por debajo del tipo de descuento. La capacidad del banco para actuar como instrumento de la política monetaria quedaba así gravemente afectada”<sup>46</sup>. En consecuencia, el contenido fundamental del *Tract* acerca de la necesidad de una política monetaria activa no era aplicable a un país como el nuestro en el que la principal misión del banco emisor consistía en cubrir sistemáticamente los déficits que presentaban los presupuestos de la hacienda al mismo tiempo que como entidad privada contaba con intereses propios.

El Dictamen de la Comisión para el estudio de la implantación del patrón-oro

---

<sup>44</sup> Sardá Dexeus, Juan (1936) 19.

<sup>45</sup> Cortés, Gabriel (1983) 220-228.

<sup>46</sup> Tortella Casares, Gabriel (1970) 303-307. Posteriormente, Martín Aceña, ha mostrado cómo el coeficiente de caja fue el principal instrumento utilizado por el banco emisor para paliar la crisis bancaria que se produjo entre 1924-1925 derivada de la retirada de fondos como consecuencia de las postreras liquidaciones de los negocios del conflicto bélico. De hecho, el tipo de descuento básico pasó del 6 por ciento al 5 por ciento siguiendo el tipo de descuento básico aplicado por el Banco de Francia y el coeficiente de reserva pasó del 10,59 por ciento a finales del tercer trimestre

servió de acicate para que los agentes sociales se preocupasen por el valor de la peseta y Germán Bernácer, tal como recoge Velarde Fuertes, fue de nuevo quién se mostró como uno de los críticos más lúcidos del documento presentado por la Comisión, apreciándose en sus comentarios la utilización de instrumentos analíticos presentes en el *Tract*, principalmente en lo que se refiere a la teoría de la paridad del poder adquisitivo y el tipo de cambio<sup>47</sup>. Sin embargo, la lectura del *Tract* en cualquier país carente de recursos fiscales y financieros tenía un alcance que iba bastante más allá de la cuestión monetaria. Como ya hemos indicado, en este libro, Keynes explicitaba el mecanismo por el cual se aplica el derecho de señoreaje en una economía moderna que financia el déficit público apelando directamente de forma sistemática al banco emisor. Flores de Lemus y otros muchos conocían el alcance inflacionista y las consecuencias distributivas de esta política, pero fue quizás Luis de Olariaga, entre los economistas oficiales, quién se atrevió a describir con mayor claridad las consecuencias del aislamiento financiero de una economía parca en capitales como ha sido tradicionalmente la española, y la consiguiente necesidad de recurrir al ahorro forzoso. Este economista vasco, en su libro *La política monetaria en España* (1933) distinguió los efectos causados por la política monetaria sostenida en el *Tract* de los efectos de la política monetaria instrumentada por una administración que no facilitaba la entrada de ahorro externo<sup>48</sup>.

El *Treatise on Money* no tuvo un hado más afortunado: aún no existe una versión completa en castellano, aunque ha sido tradicionalmente referenciado y discutido por los analistas monetarios. La *Teoría general* no pudo ser analizada de forma fluida por los diferentes agentes económicos en un entorno democrático

---

de 1924 al 6,38 por ciento a finales de 1925. Martín Aceña, Pablo (1984) 87-88.

<sup>47</sup> Velarde Fuerte otorga a Bernácer un tratamiento preferente en el apartado dedicado a la polémica suscitada por el Dictamen. Véase Velarde Fuertes, Juan (1961) 169-172.

<sup>48</sup> Un trabajo sugerente basado en los problemas estructurales de la balanza de pagos española a inicios del siglo XX ha sido realizado por Herranz, Alfonso; Tirado Daniel A. (1996).

hasta inicios de los ochenta. Mientras tanto, la generación de los economistas que nos preceden estudiaron y divulgaron un Keynes que probablemente no ha podido escapar a determinados tipos de sesgos. La gestación del modelo IS-LM y la síntesis neoclásica ha dado lugar a que la presentación que se hace en muchos de los manuales al uso de la *Teoría General* se distancie sustancialmente de su contenido real. En este sentido, la lectura y análisis del primer libro de la trilogía formada por el *Tract*, el *Treatise on Money* y la *Teoría General* no puede dejar de ser hoy en día un ejercicio que induzca a la reflexión y actualización para cualquier investigador o divulgador del conocimiento económico en un entorno europeo de dinero y reservas fiduciarias administradas de forma autónoma en el marco del Sistema de Bancos Centrales Europeos.

### **Referencias bibliográficas:**

Allen, Robert Loring (1993): *Irving Fisher. A Biography*, Blackwell Publishers, Cambridge MA, Oxford, reimpresión 1994.

Angell, Norman (1911): *La gran ilusión*, Edit. Nelson.

Blaug, Mark (1994): <<Recent Biographies of Keynes>>, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXII, septiembre, pp. 1204-1215.

Comín, Francisco (1996): *Historia de la Hacienda Pública II. España (1808-1995)*, Edit. Crítica, Grijalbo Mondadori, Barcelona.

Cortés Marqués, Gabriel (1983): *Dinero y banca en la Segunda República Española*, Tesis Doctoral, Universidad de Barcelona.

Fuentes Quintana, Enrique (1983): <<John Maynard Keynes en España>>, *Papeles de Economía Española*, n. 17, pp. 237-334.

Galbraith, John Kenneth (1975): *Money, Whence It Came, Where It Went*, Houghton Mifflin Company, Boston.

Harrod, Roy (1972): *El dinero*, Ediciones Ariel, Barcelona.

Herranz, Alfonso; Tirado, Daniel A. (1996): *Foreign Trade Traps in the European Periphery: Spain, 1870-1913*, Documents de Treball, Col·lecció d'Economia, Divisió de Ciències Jurídiques i Socials, Núm. E96/05, octubre.

Hilferding, Rudolf (1910): *El capital financiero*, Edit. Tecnos, 1973.

Keynes, J. M. (1913) *Breve tratado sobre la reforma monetaria*, Fondo de Cultura Económica, México, 1992.

Keynes, J. M. (1933): *Ensayos biográficos*, Editorial Crítica, Barcelona, 1992.

Keynes, J. M. (1936): *La teoria general de l'ocupació, l'interés i el diner*, Edicions 62, Barcelona, 1987.

Keynes, J. M. (1971) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Edit. Macmillan for The Royal Economic Society:

I: *Indian Currency and Finance* (1913)

II: *The Economic Consequences of the Peace* (1919)

IV: *A Tract on Monetary Reform* (1923)

V: *A Treatise on Money. The Pure Theory of Money* (1930)

VI: *A Treatise on Money. The Applied Theory of Money* (1930)

IX: *Essays in Persuasion* (1933)

XI: *Economic Articles and Correspondance Academic*

XVI: *Activities 1914-1919, The Treasury and Versailles*

Koslowski, Peter (1982): *La ética del capitalismo*, Ediciones Rialp, S.A., Madrid, 1997.

Krugman, Paul R., Obstfeld, Maurice (1992): *Economía internacional. Teoría y política*. Edit. McGraw Hill, Madrid, 1992.

Malliaris, A. G. (1997): *Futures Markets*, Vol. I, Edward Elgar Publishing Limited, Vermont, US.

Marcuzzo, M. C.; Pasinetti, Luigi L.; Roncanglia, Alessandro, (edits.) (1996): *The Economics of Joan Robinson*, Edit. Routledge, Londres.

Martín Aceña, Pablo (1984): *La política monetaria en España, 1919-1935*, Ministerio de Economía y Hacienda, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

Moggridge, D. E. (1992): *Maynard Keynes. An Economist's Biography*. Edit. Routledge, Londres.

Olariaga, Luis (1933): *La política monetaria en España*, reimpresión del Servicio de Estudios de Banca Mas Sardá, Barcelona, 1977.

Patinkin, Don (1975): <<The Collected Writings of John Maynard Keynes: From the Tract to the General Theory>>, *The Economic Journal*, junio, pp. 249-271.

Patinkin, Don (1987): <<Keynes, John Maynard>>, *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, Edit. Macmillan Press, Londres, Vol. III, pp. 19ss.

Rivera, Juan Antonio (1996): <<Mercado frente a solidaridad>>, *Claves de razón práctica*, núm. 67, noviembre, pp. 20-29.

Robertson, D. H. (1940): <<A Spanish Contribution to the Theory of Fluctuations>>, *Economica*, Vol. VII, núm. 25, febrero, pp. 50-65.

Roca, Francesc (1996): *El pensament econòmic català (1900-1970), Vol. II. La transmissió de les idees econòmiques*, Publicacions Universitat de Barcelona.

Rodríguez Braun, Carlos (1993): <<El Keynes del 'Tract'>>, *Claves de razón práctica*, n. 35, septiembre, pp. 60-63.

Rodríguez Fuentes, Carlos Javier (1996): <<Una aproximación a la teoría monetaria postkeynesiana>> *Información Comercial Española*, núm. 758, pp. 67-77.

Rojo Duque, Luis Angel (1974): *Renta, precios y balanza de pagos*, Alianza Universidad, Madrid.

Rojo Duque, Luis Angel (1980): <<Keynes y los problemas de hoy>>, *Papeles de Economía Española*, n. 2.

Rojo Duque, Luis Angel (1984): *Keynes: su tiempo y el nuestro*, Alianza Editorial, Madrid.

Rojo Duque, Luis Angel (1987): <<Pròleg>>, en Keynes, J. M. : *La teoria general de l'ocupació, l'interés i el diner*, Edicions 62, Barcelona.

Rowley, Eric E. (1994): *Hyperinflation in Germany. Perception of a Process*, Scolar Press. Aldershot, Inglaterra.

Sardà Dexeus, Juan (1936): *La intervención monetaria y el comercio en divisas en España*, Ediciones Orbis, S.A., Barcelona, 1985.

Schumpeter, Joseph A. (1954): *Historia del análisis económico*, Edit. Ariel, Barcelona, 1982.

Sen, Amartya (1997): *Bienestar, justicia y mercado*, Ediciones Paidós, I.C.E. de la Universidad Autónoma de Barcelona.

Skidelsky, Robert (1982): *John Maynard Keynes, Hopes Betrayed, 1883-1920*, Edit. Macmillan, Londres.

Solomou, Solomos (1996): *Themes in macroeconomic History. The UK economy, 1919-1939*, Cambridge University Press.

Torrero Mañas, Antonio (1996): <<El conocimiento de Keynes del mundo industrial>>, *Información Comercial Española*, núm. 758, pp. 19-34.

Tortella Casares, Gabriel (1970): <<El Banco de España entre 1829–1929). La formación de un banco central>>, en VVAA: *El Banco de España. Una historia económica*. Banco de España. Madrid, pp. 261-313.

Toye, John (1997): <<Keynes on population and economic growth>>, *Cambridge*

*Journal of Economics*, 21, pp. 1-26.

Rubio de Urquía, Rafael (Coordin.) (1988): *La herencia de Keynes*, Alianza Universidad, Madrid.

Velarde Fuertes, Juan (1961): *Flores de Lemus ante la economía española*, Instituto de Estudios Políticos, Madrid.

Velarde Fuertes, Juan (1983): <<Biblioteca hispana de Marx, Keynes y Schumpeter. Una primera aproximación>>, *Papeles de Economía Española*, núm. 17, pp. 374-416.