

Documento de Trabajo/Working Paper
Serie Economía

**El patron oro y el euro. Una breve reflexion a partir de la lectura de A
*Tract on Monetary Reform***

por

Vicente Esteve
Manuel Navarro-Ibáñez
y
María A. Prats

December 2013

DT-E-2013-03

ISSN: 1989-9440

El patrón oro y el euro. Una breve reflexión a partir de la lectura de *A Tract on Monetary Reform*^a

Vicente Esteve

Universidad de Valencia, Universidad de La Laguna y Universidad de
Alcalá

Manuel Navarro Ibáñez*

Universidad de La Laguna

María A. Prats

Universidad de Murcia

* Autor para correspondencia: mnavarro@ull.edu.es; Departamento de Análisis Económico, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de La Laguna, Camino de la Hornera s/n, 38071 La Laguna (Tenerife), España.

^a Los autores agradecen la ayuda financiera del MINECO (Ministerio de Economía y Competitividad), a través de los proyectos de investigación ECO2011-30260-CO3-01 (Vicente Esteve), ECO2011-23189 (Manuel Navarro-Ibáñez) y ECO2012-36685 (María A. Prats). Vicente Esteve y María A. Prats agradecen también la financiación recibida del Gobierno de la Región de Murcia a través del proyecto de investigación 15363/PHCS/10.

El patrón oro y el euro. Una breve reflexión a partir de la lectura de *A Tract on Monetary Reform*

Resumen

El trabajo realiza una comparación entre el sistema del patrón oro y el Eurosistema actual, estudiando las ideas de Keynes, durante los años posteriores a la Primera Guerra Mundial, acerca de la “nueva” 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 su contenido teórico y práctico. 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. La similitud entre el patrón oro y el euro, ya que en ambas situaciones no se dispone de un verdadero banco central para regular el sistema monetario y financiero, concede un cierto interés actual a las ideas de este autor durante los años de postguerra (1919-1925).

Clasificación JEL: B31; E12; E50.

Palabras clave: Keynes, política monetaria, banco central, tipos de cambio, patrón oro, Eurosistema.

Abstract

The paper carries out a comparison between the gold standard system and the euro through a study of Keynes's position during the years after the First World War on the need to manage the macroeconomic functioning of an industrial economy. The essay centers on his first relevant economic work of the postwar years, *A Tract on Monetary Reform*, analyzing his theoretical and practical content. The situation of monetary instability and the choice of the exchange regime (to return or not to the gold standard with the parity previous to the war) were the factors that attracted Keynes's attention in those years. The similarity between the gold standard and the present euro system struck us, since in both situations the economy does not have a true central bank to regulate the monetary system. This resemblance bestows a certain current interest to the economic discussions that took place in Great Britain during the postwar years (1919-1925).

Keywords. Keynes, monetary policy, central bank, exchange rates, gold standard, Eurosystem.

I. Introducción

Desde el comienzo de la crisis financiera en 2007, y sobre todo a partir de su generalización al conjunto de la economía, muchos estudios han buscado la explicación de sus causas y las medidas más adecuadas para hacerle frente en los argumentos y debates del pasado. Por ello, no es de extrañar, que la década de 1930 haya servido a los economistas para comparar esos años con la situación económica actual. Así, algunos han encontrado en las ideas propuestas por Keynes en su *The General Theory of Employment, Interest, and Money* la perspectiva más adecuada para comprender mejor las circunstancias que rodean a la cada vez más interrelacionada economía mundial.

El presente trabajo, a diferencia de la mayoría de las publicaciones de estos últimos años, surge a partir de una relectura de la primera obra económica importante de Keynes: *A Tract on Monetary Reform* (1923), en la que éste ya mostraba su opinión sobre la necesidad de gestionar el funcionamiento macroeconómico de la economía británica. Esta lectura de *A Tract on Monetary Reform* propició la idea de que el actual Eurosistema mostraba algunas características que le hacían parecerse más al “viejo” esquema de funcionamiento del patrón oro decimonónico que a un sistema moderno de moneda única. Así, bajo ninguno de ellos se dispone de un verdadero banco central para regular el sistema monetario y financiero a través de la implementación de políticas discrecionales apropiadas a la situación económica, lo que concede un cierto interés actual a las discusiones que se produjeron en Gran Bretaña en los primeros años de la postguerra (1919-1925). Ahora bien, ha de tenerse en cuenta una diferencia relevante: bajo el patrón oro, la modificación de la paridad de una moneda con el oro (o, su desvinculación del sistema) era en principio más sencilla de llevar a cabo que la “salida del euro”, como se ha planteado en diversas ocasiones para algunas economías del sur de Europa.

Por otra parte, las medidas tomadas por las autoridades económicas europeas no parecen tomar en cuenta las políticas keynesianas más tradicionales cuando, paradójicamente, muchos países europeos exhiben un nivel de desempleo elevado. La reducción de éste no parece ser hoy en día el objetivo primario de la acción de la Unión Económica y Monetaria (UEM) ; por el contrario, los problemas que centran la atención de las autoridades en la actualidad son la inflación y el déficit público, como muestra el que la política económica seguida con mayor ahínco por la UEM y los gobiernos europeos haya sido la de consolidación presupuestaria, en un contexto generalizado de defensa a ultranza de la austeridad.

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 elevada rigidez en su actuación. Ello parece haber limitado la capacidad estabilizadora del Estado en la actividad económica, por lo que lo apropiado en dichas circunstancias sería más bien la reducción del grado de regulación e intervención públicas en el sistema económico europeo. De hecho, el problema actual para los gobiernos europeos se encuentra tanto en el volumen como en la composición del presupuesto público, y no en la inexistencia de crecimiento económico.

Esta posición política se deriva de tener una gran confianza en los mecanismos equilibradores del mercado, es decir, en la creencia de que el sector privado es mucho más estable de lo que Keynes pensaba. Más aún, parece defenderse que el funcionamiento correcto de dichos mecanismos habría sido dificultado, sino impedido en ocasiones, 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 en los países más desarrollados. De hecho, 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 o sustituya la acción gubernamental; de hecho, se concede independencia en su actuación a los bancos centrales para que persigan la estabilidad de los precios.

En *A Tract on Monetary Reform* aparece la opinión de Keynes, en los años posteriores a la Primera Guerra Mundial, acerca de la necesidad de gestionar el funcionamiento macroeconómico de una economía; es decir, la exigencia a las autoridades monetarias de esa nueva responsabilidad. El origen de ésta se encontraba, según Keynes, en la fractura, en su opinión definitiva, sufrida por la organización económica de Europa como consecuencia de la Primera Guerra Mundial. Así, Keynes afirmaba 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. Desde un punto de vista teórico, Keynes creía en las cualidades equilibradoras de las fuerzas del mercado, al menos a largo plazo, y su análisis de la economía británica de los años veinte 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 la confianza en el automatismo del mercado: una economía industrial debía ser gestionada, por lo menos desde un punto de vista agregado, de una manera consciente. 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).

Keynes también 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 centrara en la obtención del equilibrio monetario interno. 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: los tipos de cambio se fijarían naturalmente en su nivel una vez que los países europeos hubieran alcanzado previamente el equilibrio interno. Todo lo contrario de la situación actual en los países que conforman la Eurozona ya que claramente

eligieron la fijación (total) del tipo de cambio, por lo que sólo les queda lograr el ajuste interno sin poder disponer de política monetaria alguna.

El presente trabajo utiliza *A Tract on Monetary Reform* para estudiar las similitudes y diferencias entre la situación económica en la década de 1920 y la de los primeros años del presente siglo. 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. Además, se lleva a cabo una comparación entre el sistema del patrón oro y el euro, poniendo de manifiesto el incumplimiento por parte de Estados Unidos, en el primer caso, y de Alemania, en el segundo, de su papel de acreedores. En la sección III, se examina el contenido, teórico y práctico, de las propuestas que se hacen en el *Tract*.

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 IV se extraen algunas conclusiones sobre el papel del *Tract* en la evolución del pensamiento de Keynes, señalando en especial la necesidad que tenía la economía de mercado de ser dirigida macroeconómicamente mediante las políticas apropiadas lo que permite considerar algunos aspectos sobre el papel del Banco Central Europeo (BCE) en la gestión de la economía de la Eurozona. Por último, en la sección V se presentan algunas reflexiones finales para concluir el trabajo.

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. 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 *The Economic Consequences of the Peace* (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 debido a la inestabilidad de los precios. Sus fluctuaciones, 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 destruido 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.

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.

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 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 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 viesan 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 tendría las mismas características fundamentales que el que imperaba antes de 1914. De hecho, el retorno al patrón-oro, con la paridad de preguerra, era la tesis oficial del gobierno británico.

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 si se quería obtener la deseada estabilidad de precios, era necesaria una política deliberada de gestión monetaria por parte del Banco de Inglaterra. Además, desde su perspectiva, las autoridades no deberían estar sujetas a ninguna restricción en su actuación para conseguir dicho objetivo¹, 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 esa misma opinión: vuelta al patrón-oro, aunque, eso sí, mediante un proceso gradual y no necesariamente a la paridad de preguerra. Probablemente, la causa principal del cambio de opinión de 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 ejerciera su soberanía. Su significado especial ha de buscarse entonces en la “afirmación de la autonomía monetaria nacional” (Rogin, 1956, p.629). Gran Bretaña, a los ojos del Keynes del *Tract*, debería preocuparse de resolver sus problemas económicos internos². Así, Keynes eligió concentrar su atención en la búsqueda de soluciones a los problemas británicos del momento.

¹ 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).

² 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

¿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 de los 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.

Keynes, como era característico en él, no gastó mucho tiempo en lamentaciones inútiles acerca de un pasado glorioso³. Una vez que aceptó que este pasado había desaparecido, 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 Marshall⁴. Como escribió 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 había heredado de Marshall” (Robinson, 1947, p.35)⁵.

Los efectos de la inestabilidad del valor del dinero⁶ 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 (Keynes, 1923b, p. 117). 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 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)⁷.

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).

³La 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).

⁴La 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).

⁵En 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).

⁶Aunque el valor del dinero no era importante en sí mismo, 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.

⁷“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

No era de extrañar, nos dice Keynes, que con los problemas económicos tan sustanciales de la postguerra europea, 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-oro⁸; 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 norteamericanas a que se desatase en su país un proceso inflacionario similar al que habían experimentado las economías europeas (1923a, pp.154-155). Por lo que, en definitiva, los Estados Unidos no cumplían con el papel que correspondía en el sistema del patrón oro a los países que veían incrementadas sus reservas metálicas: la expansión de la oferta monetaria.

Algo muy similar se argumenta en la actualidad con respecto a la actuación de Alemania y el Banco Central Europeo en relación a la gestión del euro durante la llamada Gran Recesión. Así, parecería que lo más adecuado en las circunstancias económicas y financieras de Alemania y de la zona euro en general sería desarrollar medidas de corte expansivo. Por el contrario, se utiliza el argumento de que éste tipo de políticas generarían un proceso inflacionario y aumentos en el tipo de interés real a largo plazo, lo que acabaría distorsionando la asignación de los recursos. De hecho, las medidas monetarias (convencionales o no) tomadas por el BCE y, sobre todo, por la Reserva Federal no han provocado inflación o aumentos en los tipos de interés. Todo lo contrario, los precios han estado más cerca de una deflación y el precio del dinero se ha mantenido o reducido a su nivel más bajo en la historia reciente.

La actuación de Alemania durante los últimos años ha sido caracterizada como contraria a la “regla de oro de una unión monetaria” al seguir una política salarial deflacionaria (Bibow, 2012), e incluso algunos la han denominado “mercantilista” (Cesaratto, 2010). De hecho, el mantenimiento continuado del superávit en la balanza comercial ha impuesto unos costes excesivos sobre el resto de socios de la Eurozona (y,

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).

⁸ “El curso de los acontecimientos durante el siglo diecinueve favoreció” la creencia en la estabilidad del valor del dinero (Keynes, 1923a, pp.10-11).

en especial, sobre aquellos que necesitan una devaluación interna en términos reales) al no tomar medidas expansivas y no permitir que aumenten sus importaciones. Y dado que la estrategia de otros países (como China y Japón, principalmente) de mantener el tipo de cambio infravalorado no es posible en el contexto de la moneda única, Alemania estaría manteniendo una política de bajos salarios en relación a la productividad del trabajo. En definitiva, Alemania estaría conscientemente implementando medidas conducentes a maximizar la producción y minimizar el consumo, logrando el pleno empleo mediante la contención de precios y salarios.

Aunque puede dudarse de la existencia de una estrategia consciente y deliberada por parte de Alemania, sí que es cierto que el Eurosistema exhibe una asimetría muy similar a la que tenía el patrón oro. Bajo este último, para aumentar la cantidad de dinero los países necesitaban engrosar previamente sus reservas metálicas, pero disponer de más oro no hacía que incrementaran su oferta monetaria. De hecho, como se argumentó anteriormente, Keynes llamaba la atención sobre el incumplimiento por parte de la Reserva Federal norteamericana de las exigencias derivadas de las entradas de oro en los Estados Unidos y como su aumento era esterilizado por aquella. De forma similar, en la actual moneda única europea los países deudores se ven forzados a reducir sus déficits, así como sus precios y salarios, pero los países acreedores no están obligados (y, en realidad, no lo hacen) a incrementar sus déficits, así como sus precios y salarios.

Un factor adicional a considerar, y que obviamente nos aleja de la década de 1920, se encuentra en el origen mismo de la unión monetaria que se llevó a cabo por parte de las economías más importantes de la UE (excepto, precisamente, el Reino Unido) y que culminó con la puesta en circulación del euro. Este factor es la no consideración de las enseñanzas que se derivan de la teoría de las áreas monetarias óptimas (Mundell, 1961), donde se muestran los requisitos que deben cumplirse para formar una zona monetaria. Así, aparte de que los países tengan ciclos económicos similares y permitan la movilidad del capital y del trabajo, se requieren también mecanismos para compartir los riesgos como, por ejemplo, la existencia de una autoridad fiscal y bancaria común. De hecho, el uso de una moneda, como el euro, sin una autoridad fiscal implica la pérdida de la soberanía monetaria dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) sin ninguna contrapartida cierta⁹.

La hipótesis de Mundell fue utilizada por algunos críticos del euro para señalar que los países que estaban formando la unión monetaria eran suficientemente dispares como para estar sujetos a *shocks* asimétricos en el devenir futuro de dicha unión. Lo que no esperaba nadie era que las medidas de política económica que aplicarían los países miembros de la UEM fueran básicamente las mismas independientemente de la fase del ciclo por la que estuviera pasando cada uno de ellos. Así, al compartir por todos el objetivo único (y principal) de la consolidación presupuestaria y la austeridad se ha impedido la aparición de importantes asimetrías, aunque eso sí ha generado una segunda recesión en la UEM que promete ser larga.

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

⁹ Así, el Pacto de estabilidad y crecimiento en Europa tiene una cláusula explícita de no rescate entre los países firmantes del mismo (cláusula de *no bail-out*).

(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 las 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. Por una parte, la inflación había beneficiado generalmente los ingresos de los empresarios¹⁰ y de los asalariados. Por otra, el proceso deflacionario que siguió a la inflación no había generado una reducción en precios y salarios sino que más bien había provocado una reducción en el nivel de empleo.

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. 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 constante devaluación 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 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).

La 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”

¹⁰ 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”. 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.

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.

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). Ahora bien, no se mencionaba en ningún momento las posibles consecuencias 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.

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 imposición¹¹ 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 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).

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

¹¹ 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).

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).

La segunda parte del *Tract* presenta la posición teórica de Keynes, fundamento sobre el que basaba sus propuestas de política económica ¹². 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 desarrollada por Marshall ¹³.

La forma normal de ejercer una “influencia estabilizadora” en el mercado, por parte del banco central, había sido a través de la manipulación del tipo de descuento 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. 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.

La perspectiva de Cambridge, a diferencia de la teoría cuantitativa en la versión de Irving Fisher ¹⁴, destacaba el lado de la demanda del mercado monetario. Esta demanda se hacía depender, como así se hace en el *Tract*, 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

¹² 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 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). Para una breve presentación de la parte teórica del *Tract*, ver Navarro Ibáñez (2004, pp. 15-16).

¹³ “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).

¹⁴ 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 reseña mostrando el alto concepto en que tenía a Fisher, aunque eso sí 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).

de cada país, es decir, del diferencial de inflación entre ellos. Por lo que en caso de inestabilidad de los precios en el otro país, sería una tarea imposible tratar de estabilizar el tipo de cambio de nuestra moneda.

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 buscara su paridad.

Esto nos lleva, por último, a la sugerencia de Keynes de que los bancos centrales intervinieran 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. 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 ¹⁵.

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 la devaluación que de hecho había tenido la libra esterlina, es decir, fijar el tipo de cambio en el nivel alcanzado en 1923 o, por el contrario, 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 entre la estabilidad de precios o la del tipo de cambio. Por último, la decisión sobre el restablecimiento del patrón-oro, en el caso de que se considerase a éste como el instrumento 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 buscara sobre todo 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 ¹⁶.

¿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 entre 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

¹⁵ En un capítulo posterior del *Tract*, 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 vez se hubieran separado “enteramente las reservas de oro de la emisión de billetes” (Keynes, 1923a, p. 154).

¹⁶ Además, existía una profunda desconfianza hacia la discrecionalidad política de los responsables del sistema monetario, algo que Keynes (con mucho optimismo) pensaba que podría cambiarse si se utilizaba correctamente la persuasión.

próximo al que se hubiera alcanzado en el momento de la estabilización. Keynes puntualizaba además que la elección entre deflación y devaluación no suponía que necesariamente se tuviera que vincular una moneda al oro ¹⁷.

Keynes, al considerar en primer lugar la elección entre deflación y devaluación de la libra esterlina, elegía explícitamente la segunda ¹⁸. 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 un descenso sustancial del nivel de producción: “La expectativa de una deflación probable es bastante mala; una expectativa cierta sería un desastre” (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 ¹⁹. Un tipo de cambio estable no solo dependía de la evolución del nivel de precios doméstico sino 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”.

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 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. 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 de 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 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).

¹⁷ Aunque, en realidad, dicha vinculación estaba firmemente asentada en las mentes tanto de los economistas como de los financieros y políticos de la época.

¹⁸ La elección de Keynes difería del resto de los miembros de la Escuela de Cambridge (ver Eshag, 1963, p.98).

¹⁹ La posición de Keynes era distinta a la de Hawtrey, Robertson y Pigou (Eshag, 1963, p.99).

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. En definitiva, 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. En su opinión, 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 aumentos de precios y 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. 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, 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 evaluara bien 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). 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, 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. El Tract y después

El impacto que *A Tract* 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 prolongada debido, en gran medida, a las políticas deflacionarias que siguieron los gobiernos británicos.

Estas políticas tenían como objetivo, en el primer lustro de la década de 1920, 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.

El mantenimiento actual de un tipo de cambio del euro sobrevaluado está forzando a las economías europeas periféricas (Irlanda, Portugal, Grecia, España, etc.) a llevar a cabo una disminución real de precios y salarios²⁰. Ahora bien, la historia nos muestra que estas reducciones requieren dilatados periodos de tiempo para completar su tarea. De ahí que la culminación de la misma sería mucho más rápida de alcanzar si, como

²⁰ Las graves dificultades experimentadas por algunos países del euro se derivan de algunos factores que han incidido en diversa medida en cada país, aunque en general todos ellos han estado presentes: una burbuja inmobiliaria, un elevado déficit por cuenta corriente que permitió la financiación a costes muy reducidos de dicha burbuja, una consecuente expansión de los balances bancarios y un gran aumento de los ingresos públicos coyunturales, al estar éstos ligados a la construcción y al crecimiento “excesivo” tanto de las actividades inmobiliarias como de las financieras.

bien argumentaba Keynes, un país no se obsesiona por la fijación del valor externo de su moneda y puede, en su caso, devaluar cuando así lo exija la situación de la economía real --algo que obviamente no puede hacerse en la Unión Monetaria--. Además, esa tarea también sería más rápida (y mucho menos perjudicial en términos del empleo) si en el norte de Europa y, en particular, en Alemania tomaran medidas expansivas y no acompañaran, como parece ser el caso, con políticas de consolidación presupuestaria y de estabilidad de precios, agravando así las posibilidades de crecimiento económico en estas economías periféricas. .

La Eurozona y su Banco Central Europeo continúan centrando sus medidas económicas en el control de una inflación inexistente, que no ha aparecido por ningún lado en los últimos años. Eso sí, el diferencial de los tipos de interés entre los países de la moneda única ha crecido al convertir un problema (grave) de balanza de pagos y de endeudamiento privado en un problema de déficit público y de deuda soberana, que ha exigido políticas de austeridad y el consecuente cercenamiento del crecimiento económico y del empleo. En definitiva, se ha llegado a una crisis generalizada tanto por un diagnóstico erróneo como por la utilización de unas medicinas totalmente insuficientes para paliar la extensión de la recesión en Europa.

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 ²¹.

El análisis realizado por Keynes introdujo en 1924 un aspecto nuevo, que utilizará a menudo para criticar la vuelta a la convertibilidad: la diferenciación entre las industrias “protegidas”, que no compiten con las importaciones, y las “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

²¹ El propio Keynes describió al presidente del banco Lloyds 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).

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) ²². 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% en ese momento ²³. 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 ²⁴, 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.

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).

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

²² Esta posición parece haberla tomado bajo la influencia de la obra de Robertson, bien conocida por Keynes aunque fuera publicada con posterioridad, *A Study of Industrial Fluctuation* (1915).

²³ 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 deflacionaria 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).

²⁴ En contestación a las preguntas del Comité 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).

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.

Precisamente, al no encontrar Keynes que las autoridades²⁵ 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 *A Treatise on Money*, pero que se notará plenamente en la *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. 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 transcendencia de los factores microeconómicos para entender las 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 productivas²⁶.

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.), pudo contribuir a posponer algunas de las reformas estructurales de las que estaba muy necesitada una gran parte del tejido industrial británico. De hecho, éste exhibía una gran escasez de impulsos empresariales que desarrollaran los factores competitivos necesarios para volver a la senda de crecimiento. Eso sí, un contexto deflacionario puede aumentar de manera extraordinaria los costes derivados de los procesos de modernización económica y reasignación de los recursos de una sociedad.

La crisis financiera internacional actual y sus consecuencias sobre la Eurozona han mostrado las deficiencias en el funcionamiento del Eurosistema. Así, la sustitución de los bancos centrales nacionales por una institución que, a pesar de su denominación, no cumple varias de las funciones cruciales que aquellos venían desempeñando ha impedido no sólo la gestión monetaria del euro sino también que los sistemas bancarios de cada país hayan acabado siendo dirigidos de manera independiente y con criterios dispares. Todo ello ha sido puesto de manifiesto en la inoperante actuación del Banco Central Europeo tanto en la fijación del tipo de interés como en su despreocupación acerca del tipo de cambio²⁷ o en el problema de la deuda de los gobiernos que comparten el euro, por no mencionar la situación del empleo. Así, el comportamiento del BCE no ha sido el tradicional de un banco central; de hecho, ha marcado mucho las

²⁵ 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).

²⁶ “...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).

²⁷ El que el BCE se haya desentendido de las fluctuaciones del valor externo del euro hubiera sido apoyado, en general, por el propio Keynes siempre que ello hubiera sido como consecuencia de una política monetaria dirigida a lograr el equilibrio interno, es decir, a solucionar las dificultades derivadas del endeudamiento y la escasez de crédito en la eurozona.

grandes diferencias en su actuación con el resto de los bancos centrales de las principales monedas mundiales.

Al igual que en los años 20 del siglo pasado, la situación del Eurosistema hoy en día es tal que necesita, en primer lugar, hacer frente a los problemas monetarios y bancarios, ya que estos exigen ser solucionados cuanto antes. La elección de una estrategia contraria al crecimiento económico ha hecho que las dificultades de liquidez se hayan convertido en problemas de solvencia, por lo que será todavía más difícil la recapitalización bancaria y la necesaria normalización crediticia que sostenga la demanda interna. El crecimiento de ésta no parece posible mientras se continúe haciendo hincapié exclusivamente en la deflación salarial y en la austeridad. Ahora bien, los factores reales (consumo e inversión) son, como siempre, los más importantes en relación al nivel de vida y al empleo de los ciudadanos.

El papel de Alemania y otros países del norte de Europa se ha convertido en crucial al forzar a los países endeudados a depender en exclusiva del crecimiento de la demanda exterior. A su vez, el cercenamiento de este aumento por las políticas generalizadas de austeridad ha llevado consigo un alargamiento de las dificultades inherentes a su condición. Así, por ejemplo, la finalización de los elevados déficits de la balanza por cuenta corriente se ha tenido que llevar a cabo sobre todo por la vía de la reducción de las importaciones y no tanto a través del aumento de las exportaciones, como consecuencia necesaria de la recesión europea.

La imposición de la política de austeridad en el conjunto de la UE ha provocado que Europa en su conjunto dependa también de la evolución de la demanda exterior del resto del mundo, por lo que la UE incumple también con sus compromisos internacionales en relación a la toma de medidas que potencien el crecimiento económico. Este comportamiento ha sido muy criticado por sus consecuencias negativas sobre la economía internacional, al ser Europa “demasiado grande para caer” y estar generando un incremento de los riesgos globales, por no mencionar las dificultades que la UE está imponiendo a los países menos desarrollados del mundo ²⁸.

V.- Consideraciones finales

A diferencia de otros estudios elaborados durante estos últimos años, centrados en la comparación con el Keynes de la *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, el presente trabajo surgió a partir de una lectura de la primera obra económica importante de Keynes: *A Tract on Monetary Reform* (1923). Esta revisión de *A Tract* propició la idea de que el Eurosistema mostraba algunas características que le hacían parecerse más al sistema del patrón oro que a una moneda única. Así, para su funcionamiento ninguno de ellos requiere la existencia de un banco central común para regular el sistema monetario a través de la implementación de políticas discrecionales apropiadas a la situación económica de cada momento. Aunque muchos creyeron que el BCE sí que actuaría discrecionalmente, muy al contrario su comportamiento ha exhibido un gran automatismo al no ser ni banco del gobierno ni prestamista de última instancia. Además, su temor reverencial, e infundado por otra parte, a los impulsos inflacionarios ha coartado la utilización de medidas contracíclicas.

El retorno a una situación recesiva con unos niveles elevados de desempleo no ha generado, para muchos paradójicamente, en las autoridades económicas europeas la

²⁸ “Turning Euroland into the “sick man of the world economy” creates a global “too big too fail” threat and corresponding moral hazard that is challenging the global community to the utmost”. (Bibow, 2012)

utilización de las políticas fiscales keynesianas. La reducción de ese creciente desempleo no parece ser hoy en día el objetivo primario de la acción de la Unión Europea; por el contrario, los problemas que centran la atención de las autoridades en la actualidad son la inflación y el déficit público, como muestra el que la política económica seguida con mayor ahínco por la UE y los gobiernos europeos haya sido la de consolidación presupuestaria, en un contexto generalizado de defensa a ultranza de la austeridad.

De la exposición 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. No existía en este autor ninguna veleidat en relación a la utilización estabilizadora de la política fiscal. Lo que sí destacaba Keynes era que la organización económica del siglo XIX había sufrido una quiebra definitiva con el advenimiento de la 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 políticos²⁹. Aún así, Keynes confiaba en la “persuasión” racional, es decir, en una discusión inteligente que modificara las ideas de los responsables de la sociedad británica³⁰.

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

²⁹ 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 concluida la guerra. Hubo entonces tiempo y evidencia abundantes para idear un orden financiero internacional alternativo” (Temin, 1989, p.50).

³⁰ 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 dejarse dominar por su automatismo no constituía, para Keynes, la situación más deseable.

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.

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 adecuada gestión monetaria de la economía de mercado aparecerá también en el *Treatise* y en la *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Ahora bien, en la *The General Theory of Employment, Interest, and Money* “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 una economía de mercado, aceptando en general el análisis marshalliano del funcionamiento de los mismos (1936, pp.378-379). 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 empresa privada y la división internacional del trabajo aseguraban una asignación óptima de los recursos productivos” (Harrod, 1968, p.420)³¹.

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 *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, 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. 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. 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.

³¹ 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), en referencia a la Segunda Guerra Mundial y a la posición que defendió Keynes en las largas negociaciones que condujeron a los acuerdos de Bretton Woods.

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 para muchos no parezca factible las políticas keynesianas. 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 políticas discrecionales.

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 Cambridge³², 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.

Esta visión de Keynes sobre los costes de dirección económica iba muy unida a la racionalidad ya comentada. Así, Keynes creía que la sociedad 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 sociedad³³. 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.

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

³² 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 --con la que siempre mostró ser extremadamente reacio-- (Marshall, 1890, pp.387-394).

³³ “This romantic view of the possibilities 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).

razonamiento como la flexibilidad para adaptarse a nuevas circunstancias³⁴ eran características comunes a los seres humanos, o, por lo menos, de sus élites gobernantes.

Las autoridades económicas de la UEM parecen haber desistido de intervenciones que fueran más allá de “salvar el euro”, por lo que implícitamente han acordado mantener el deficiente diseño institucional con el que se creó la unión monetaria. Los intentos de poner en marcha una autoridad fiscal se siguen posponiendo *ad calendas greacas*, nunca mejor dicho; sin embargo, el proceso de Unión Bancaria parece que va tomando cuerpo. La unión bancaria tiene dos objetivos: la creación de un marco financiero integrado para salvaguardar la estabilidad financiera y minimizar los costes de las quiebras bancarias. Necesariamente la Unión Bancaria descansará en tres pilares: un mecanismo único de supervisión (MUS), un fondo garantía depósitos común y un mecanismo único de resolución de entidades de crédito (MUR). El BCE asumirá en otoño de 2014 sus nuevas funciones de supervisión bancaria en el marco de un Mecanismo Único de Supervisión (MUS). Este hecho representará un hito decisivo en el proceso de creación de una Unión Bancaria Europea; pero para que este proceso se complete es necesario avanzar más decididamente tanto en la constitución del fondo de garantía de depósitos europeo y la creación de un mecanismo unificado para liquidar los bancos con problemas (MUR). Si bien es cierto que se está avanzando en el proceso de Unión Monetaria parece muy lejos todavía la posibilidad tanto de mejorar la unión económica de Europa como también de ir convirtiendo al BCE en un verdadero banco central que asegure la efectividad de la gestión monetaria de la economía.

La flexibilidad que Keynes exigía en su época no parece haber sido precisamente una de las características mostradas por las autoridades económicas europeas durante la Gran Recesión. Por el contrario, después de una primera fase de claro desconcierto ante la rapidez y virulencia con la que la crisis financiera internacional se convertía en una crisis económica generalizada, la mayoría de dichas autoridades se refugió en sus propias ideas acerca de la necesidad de una mayor o menor intervención pública, derivando su actuación a partir de posiciones ideológicas. Así, moviéndose en numerosas ocasiones al margen de lo que requería la economía real, las medidas de política económica que se tomaron se han mostrado, en general, incapaces de dominar los problemas monetarios y financieros de la zona euro. Por lo que no es de extrañar el fracaso generalizado de la actuación pública en relación a los principales objetivos últimos, cuáles son el reanimar la actividad económica y el reducir el elevado nivel de desempleo en la Unión Europea.

REFERENCIAS

- Angell, J.W. (1925): “Monetary Theory and Monetary Policy: Some Recent Discussions”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 39, Febrero, pp. 267-299.
- Bibow, J. (2012): “The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma. Levy Economics Institute, Working Papers Series, no. 721.
- 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.

³⁴ “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).

- Cesaratto, S. (2010): "Europe, German Mercantilism and the Current Crisis", Department of Economics University of Siena, no. 595.
- 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.
- Friedman, M. (1983): "A Monetarist Reflects", *The Economist*, 4 de 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.
- Mundell, R.A. 1961. "A Theory of Optimum Currency Areas." *American Economic Review* 51(4), pp. 657-675.
- Navarro Ibáñez, M. (2004): "Inestabilidad monetaria y tipos de cambio. Un estudio de *A Tract of Monetary Reform* de Keynes", *Documento de Trabajo* de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de La Laguna, no. 2004-01.
- 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 (1883-1946)", 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, December; 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.