

¿Es la *Teoría general* una
“teoría económica de la depresión”?
Inestabilidad financiera y crisis en el pensamiento
monetario de Keynes*

The General Theory as “depression economics”?
Financial instability and crises in
Keynes's monetary thought

Joerg Bibow**

ABSTRACT

This paper revisits Keynes's writings from *Indian Currency and Finance* (1913/1971) to *The General Theory* (1936b/1973) with a focus on financial instability. The analysis reveals Keynes's astute concerns about the stability/fragility of the banking system, especially under deflationary conditions. Keynes's writings during the Great Depression uncover insights into how this event may have informed his *General Theory*. By exploring the connection between the experience of the Great Depression and the theoretical framework, Keynes presents in *The General Theory*, we can see that the assumption of a constant money stock featuring in that work is central. The analysis underscores the case that *The General Theory* is not a special case of the (neo-) classical theory that is relevant only to “depression economics”—refuting the interpretation offered by J. R. Hicks (1937) in his seminal

* Artículo recibido el 12 de noviembre de 2019 y aceptado el 14 de enero de 2021. Reproducido con autorización del Levy Economics Institute of Bard College, y publicado originalmente como J. Bibow (2020). *The General Theory* as “Depression Economics”? Financial Instability and Crises in Keynes's Monetary Thought (working paper núm. 974). Levy Economics Institute of Bard College. Recuperado de: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_974.pdf [Traducción del inglés por Alejandra S. Ortiz García.] Agradezco a los participantes de la Conferencia Thomas Guggenheim sobre Historia del Pensamiento Económico celebrada en Roma en 2019, en especial a Eleonora Sanfilippo, por sus reacciones sobre mi ponencia. También estoy agradecido por los comentarios sobre un borrador anterior del documento por parte de Claudio Borio, Vitor Constâncio, Sheila Dow, Charles Goodhart, Perry Mehrling, Colin Rogers, Claudio Sardoni y Andrea Terzi.

** Joerg Bibow, Instituto Levy y Universidad de Skidmore (correo electrónico: jbibow@skidmore.edu).

paper “Mr. Keynes and the classics: A suggested interpretation”. As a scholar of the Great Depression and Federal Reserve chairman at the time of the modern crisis, Ben Bernanke provides an important intellectual bridge between the historical crisis of the 1930s and the modern crisis of 2007-2009. The paper concludes that, while policy practice has changed, the “classical” theory Keynes attacked in 1936 remains hegemonic today. The common (mis-)interpretation of *The General Theory* as depression economics continues to describe the mainstream’s failure to engage in relevant monetary economics.

Keywords: John Maynard Keynes; Great Depression; financial crises; central banks; interest rates; monetary theory. *JEL codes:* B2, B3, E44, E58, E65, G01.

RESUMEN

En este artículo se reexaminan los escritos de Keynes desde *Monedas y finanzas de la India* (1913/1971) hasta la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (1936a/1965), en particular, con un enfoque en la inestabilidad financiera. El análisis revela la aguda atención de Keynes hacia la estabilidad y la fragilidad del sistema bancario, sobre todo en condiciones deflacionarias. Los escritos de Keynes durante la Gran Depresión muestran cómo ésta pudo haber influido en su *Teoría general*. Al explorar la relación entre la experiencia de la Gran Depresión y el marco teórico que presenta Keynes en su obra, se encuentra que el supuesto de un acervo constante de dinero es decisivo en esta última. En el análisis se argumenta que la *Teoría general* no es un caso especial de la teoría (neo)clásica sólo pertinente para la “economía de la depresión”, lo cual refuta la interpretación ofrecida por J. R. Hicks (1937) en su influyente artículo “Keynes y los clásicos: una posible interpretación”. Como especialista de la Gran Depresión y presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos durante la reciente crisis, Ben Bernanke proporciona un importante puente intelectual entre la crisis histórica de la década de los treinta y la crisis moderna de 2007-2009. Se concluye que, si bien el ejercicio de la política ha cambiado, la teoría “clásica” que Keynes atacó en 1936 mantiene actualmente su hegemonía; la (mala) interpretación habitual de la *Teoría general* como economía de la depresión sigue explicando el fracaso de la corriente económica dominante para participar en el campo de la economía monetaria de manera significativa.

Palabras clave: John Maynard Keynes; Gran Depresión; crisis financiera; bancos

centrales; tasas de interés; teoría monetaria. *Clasificación JEL:* B2, B3, E44, E58, E65, G01.

INTRODUCCIÓN

En concordancia con el tema de la conferencia de Roma¹ “Inestabilidad financiera, perturbaciones del mercado y macroeconomía: lecciones de la historia económica y la historia del pensamiento económico”, intentaré contribuir a estos temas al revisar los escritos de Keynes desde *Moneda y finanzas de la India* (1913/1971) hasta la *Teoría general* (1936a/1965). El análisis revela las agudas inquietudes de Keynes sobre la estabilidad y la fragilidad del sistema bancario, especialmente en condiciones deflacionarias. Prestaré especial atención a los escritos de Keynes durante la Gran Depresión, que apoyan el argumento de que la *Teoría general* no es un caso especial de la teoría (neo)clásica únicamente pertinente para estudiar la economía durante la depresión.

Desde la publicación del artículo seminal de J. R. Hicks (1937) “Keynes y los clásicos: una posible interpretación”, se volvió normal interpretar la obra de Keynes como una “teoría especial” que trata el caso excepcional de la economía durante la depresión. A pesar del ataque frontal de Keynes, la teoría neoclásica sigue sosteniéndose como válida y como una teoría general hasta el día de hoy. ¿Cómo entendía Keynes la evolución de la Gran Depresión y cómo su evaluación de los acontecimientos de su tiempo dio forma a su *Teoría general*?

El presente análisis se organiza de la siguiente manera. En la sección I se investiga el primer trabajo monetario de Keynes, *Moneda y finanzas de la India*, que muestra la gran preocupación de Keynes por la inestabilidad financiera y su comprensión de la función esencial de los bancos centrales como prestamistas de última instancia. En la sección II se revisa el internacionalmente reconocido ataque de Keynes al Tratado de Versalles, *Las consecuencias económicas de la paz*, el cual analiza los desafíos planteados por el sobreendeudamiento después de la primera Guerra Mundial y la estrategia deflacionaria para su resolución, que es el núcleo del infame tratado de “paz”. En la sección III se examinan el *Breve tratado sobre la reforma*

¹ La Quinta Conferencia Thomas Guggenheim sobre Historia del Pensamiento Económico se celebró en Roma, Italia, en la Accademia Nazionale Dei Lincei del 17 al 18 de diciembre de 2019.

monetaria y el *Tratado sobre el dinero*; el trasfondo del primer trabajo es la inestabilidad del nivel de precios que sucedió a la primera Guerra Mundial en Gran Bretaña y demás lugares, mientras que el trasfondo del segundo es el estancamiento de Gran Bretaña en la segunda mitad de la década de los veinte tras el regreso del país al patrón oro de la libra esterlina a la paridad de antes de la guerra. Se verá que las dificultades particulares de Gran Bretaña en esta época, que resultaron de su devaluación interna voluntaria en el contexto de una economía mundial dinámica, fueron muy diferentes del entorno deflacionario mundial de la Gran Depresión, el cual sentó los antecedentes para la *Teoría general*.

En la sección IV se analizan de cerca las valoraciones y los escritos de Keynes durante la Gran Depresión con dos objetivos: el primero es investigar cómo ésta pudo haber orientado la *Teoría general*; el segundo, más amplio, es explorar si las observaciones coetáneas de Keynes respecto de la Gran Depresión pueden ofrecer información adicional sobre la inestabilidad financiera y monetaria que se repitió globalmente, por ejemplo, entre 2007 y 2009. Enseguida, en la sección V se explora con más detalle la relación entre la experiencia de la Gran Depresión y el marco teórico presentado en la *Teoría general*, con el reflector que apunta al supuesto de un acervo constante de dinero. En la sección VI se ofrece una breve historia de la asimilación de la *Teoría general* como “economía de la depresión” y del efímero resurgimiento del interés por esta teoría de Keynes durante la crisis financiera mundial de 2007-2009. Sin lugar a duda, destacaén las enormes diferencias entre las medidas de política macroeconómica instrumentadas en cada crisis.

Como experto de la Gran Depresión y presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos en el momento de la crisis moderna, el economista Ben Bernanke aporta un importante puente intelectual entre la crisis histórica de la década de los treinta y la crisis moderna de 2007-2009. Vale la pena destacar que, si bien el ejercicio de la política ha cambiado, la teoría “clásica” que Keynes atacó en 1936 mantiene su hegemonía en la actualidad. Recientemente, una fuente inesperada le presentó un desafío interesante: el Banco de Pagos Internacionales (BPI). En la sección VII se concluye que la (mala) interpretación común de la *Teoría general* como economía de la depresión todavía continúa siendo la explicación al fracaso de la corriente dominante para contribuir de manera significativa al campo de la economía monetaria.

I. PRIMERAS INQUIETUDES SOBRE LA INESTABILIDAD BANCARIA

Entre 1906 y 1908, Keynes tuvo un cargo en el Departamento de la India en Londres. La familiaridad con los asuntos de este país desembocó en su primer trabajo importante sobre economía monetaria, titulado *Moneda y finanzas de la India* y publicado en 1913. Éste se refiere tanto a los acuerdos monetarios y cambiarios de la India como a su estructura financiera. Keynes describe el sistema bancario de tal país como un sistema dual, que incluye tanto bancos de estilo occidental como instituciones financieras "nativas" (Shroffs, Marwaris y otros banqueros y prestamistas privados), y en el que ambas ramas del sistema operan en paralelo y sin arbitraje pleno de las condiciones financieras entre ellas. Aunque Keynes consideró que la política cambiaria de la India era adecuada y progresiva por su patrón oro vinculado con la libra esterlina y con la ciudad de Londres, también identificó varias vulnerabilidades en el desarrollo de su sistema bancario al compararlo con la situación en Gran Bretaña y en otros lugares.

Según Keynes, la situación bancaria en Inglaterra en esa época se había convertido en un sistema estable de "moneda en cheques", ya que los cheques se utilizaban para los pagos mientras que el oro no circulaba, sino que sólo servía como reserva internacional. El pánico bancario había dejado de ser frecuente conforme la confianza de los depositantes en el sistema había crecido lo suficiente, mientras que el Banco de Inglaterra había perfeccionado su colección de herramientas para administrar el oro como ancla de la libra esterlina: "Las características esenciales del sistema monetario británico son, por lo tanto, el uso de cheques como principal medio de cambio, y el uso de la tasa bancaria para regular el saldo del endeudamiento externo inmediato (y, por ende, el flujo, por importación y exportación, de oro)" (Keynes, 1913/1971: 13).

Aunque básicamente satisfecho con el tipo de cambio y el patrón oro de la India, Keynes estaba preocupado por la estabilidad del sistema bancario y la disponibilidad de financiamiento para fomentar el desarrollo del país, sobre todo en lo que respecta a la política financiera interna.

De manera externa, la situación se caracterizó por una buena dosis de estabilidad para la época, al menos en principio. Sin embargo, a Keynes le preocupaba que la estabilidad pudiera generar inestabilidad (el tema de Minsky) y que el endeudamiento externo a corto plazo fuera inherentemente riesgoso. Observó que:

el negocio de financiar el comercio de la India está en manos de un número muy reducido de bancos, puesto que lo llevan a cabo los bancos con sede en Londres. En términos generales, se encuentran en una posición financiera sumamente sólida respaldada por grandes reservas. En este sentido, la India está cosechando el fruto de desastres pasados y de condiciones en las que la lucha por la supervivencia fue de una intensidad tal que sólo permitió la prevalencia del más apto. Si el episodio de prosperidad actual dura demasiado, sin duda se perderá [Keynes, 1913/1971: 147].

Luego agrega que: “A primera vista, existe algún riesgo para la estabilidad del sistema financiero indio en el hecho de que su mercado monetario se financia en buena medida con fondos recaudados, no de forma permanente, sino por períodos cortos, en un centro extranjero lejano” (Keynes, 1913/1971: 149-150).

Los arreglos de financiamiento interno eran mucho más endeble, según la opinión de Keynes. La rupia india circulaba tradicionalmente en forma de monedas de plata. La emisión de billetes en circulación había crecido de manera significativa, no obstante seguía totalmente desvinculada de la banca. Como resultado, la moneda de la India era “absolutamente inelástica” (Keynes, 1913/1971: 40) en el mercado interno, lo que constituía un problema grave, ya que la demanda de moneda era principalmente estacional.

Los depósitos bancarios también habían crecido mucho en los últimos tiempos, no así las reservas de efectivo de los bancos. El coeficiente de capital bancario pagado también había disminuido drásticamente. Keynes (1913/1971: 53) vio esto como una verdadera fuente de fragilidad, dada la historia de la India en cuanto a crisis de confianza, pánico bancario y hábitos de acaparamiento profundamente arraigados (caracterizados por la “acumulación estéril de oro”).

Keynes analizó el papel de la regulación bancaria (en la forma de restricciones crediticias y requisitos mínimos de capital y liquidez) e identificó que la rápida expansión de depósitos de los prestamistas nacionales, con sus reservas de efectivo “irremediablemente inadecuadas”, era particularmente peligrosa:

es difícil dudar de que en los malos tiempos caerán como naipes. Si ocurre tal catástrofe, el daño infligido a la India será mucho mayor que la pérdida que recaiga directamente sobre los depositantes. El avance de los hábitos bancarios en la India

es, por supuesto, de suma importancia para el desarrollo económico del país. Una sorpresiva serie de fracasos lo retrasaría sobremanera [Keynes, 1913/1971: 159].

El problema fundamental era que la India carecía de un banco central. A pesar de que el gobierno estaba cumpliendo *de facto* con algunas funciones de banca central, Keynes consideró esta característica como la verdadera raíz de su debilidad y posible inestabilidad.

En la actualidad, los argumentos en favor de un banco [central] estatal para la India son muy convincentes [...] El gobierno ha asumido tantas de las funciones propias de un banco central que no puede dejar de hacer el resto sin más. La cada vez más importante emisión de billetes, la gestión del balance de efectivo del gobierno y la regulación de las divisas, entre otros, se manejan en su conjunto y se tratan de manera simultánea en un esquema compacto y admirablemente concebido. Sin embargo, hay otros beneficios que no pueden obtenerse fácilmente mientras estas funciones estén totalmente divorciadas de las de la banca propiamente dicha [Keynes, 1913/1971: 166].

La ausencia de un banco central propiamente dicho significaba que la India carecía de un prestamista efectivo de última instancia en caso de crisis bancarias. Keynes afirma que él: "aplicaría enfáticamente en la India la conocida doctrina que el cabildeo intenso del Sr. Bagehot acuñó en Inglaterra hace muchos años hasta llevarla a una posición inexpugnable en la constitución no escrita de este país: en tiempos de pánico, las reservas del Banco de Inglaterra deben ponerse a disposición del público a una tasa suficientemente alta, sin escatimar y sin demora" (Keynes, 1913/1971: 115).

Cuando *Moneda y finanzas de la India* ya estaba en la editorial, Keynes fue nombrado miembro de la Comisión Real de Finanzas y Moneda de la India que se estableció en mayo de 1913. A los 30 años, Keynes había llegado a desempeñar un papel destacado en esa comisión, al recabar pruebas de testigos y redactar el informe de la comisión. Debido a que la cuestión de establecer un banco central en la India no debía convertirse en uno de los temas principales de la investigación de la comisión, el punto sólo se abordó en un apéndice, que puede atribuirse en gran parte a Keynes y que, como podía esperarse, se inclinó en favor de establecer un banco central en la India. Ésta no fue la última ocasión en la que la India apareció en las teorías y recomendaciones políticas de Keynes sobre cuestiones económicas internacionales.

En 1926 Keynes fungió como testigo cuando otra Comisión Real sobre la India estaba investigando la situación monetaria en el marco del regreso de Gran Bretaña al oro en 1925. En esta ocasión aconsejó seguir con el patrón oro existente y no introducir una moneda de oro en la India.

Cuando Gran Bretaña abandonó definitivamente el oro en septiembre de 1931, la India y el resto del Imperio británico (excepto Sudáfrica) se mantuvieron alineados con la libra esterlina en lugar del oro; Marcello de Cecco (1974) destaca el papel fundamental de la India en conseguir un superávit en dólares para el imperio. Los “balances en libras esterlinas”, que eran deudas a corto plazo acumuladas por Gran Bretaña principalmente durante la segunda Guerra Mundial en el imperio, se convirtieron en un desafío determinante en las negociaciones angloamericanas sobre el acuerdo de posguerra, que contaban con la participación de Keynes, y donde los Estados Unidos insistieron en abolir los acuerdos comerciales y restaurar la convertibilidad de la libra esterlina a la brevedad, lo que desencadenó la crisis de la libra esterlina de 1947.

En el momento de la muerte de Keynes en 1946, Gran Bretaña ya no estaba en la posición acreedora favorable que el economista había enaltecido en 1913, al identificar una asimetría en las relaciones acreedor-deudor que se volvió central en su pensamiento sobre las relaciones internacionales: “La posición de un país que es preponderantemente acreedor en el mercado internacional de préstamos a corto plazo es muy diferente a la de un país que es preponderantemente un deudor. En el primer caso, que es el de Gran Bretaña, se trata de reducir el monto prestado; en el último caso se trata de incrementar la cantidad prestada” (Keynes, 1913/1971: 13).

II. PRIMERAS INQUIETUDES RESPECTO DE LAS RELACIONES ENTRE ESTADOS ACREEDORES Y DEUDORES

Alemania aportó otro tema recurrente en las teorías y las recomendaciones de política de Keynes sobre asuntos internacionales, que comenzó con *Las consecuencias económicas de la paz*, publicado en 1919. La crítica de Keynes al Tratado de Versalles giraba en torno a las excesivas obligaciones de deuda, los compromisos de deuda gubernamentales derivados de la guerra y las reparaciones de ésta.

Keynes comienza este trabajo que rápidamente lo catapultó a la fama mundial con una descripción del alto grado de integración económica alcan-

zado en el mundo, específicamente en Europa, antes de la primera Guerra Mundial (también conocida como la era de la globalización, grado 1). Sostenía que los vencedores debían practicar la magnanimitad y la solidaridad, y no buscar la venganza. En lugar de causar la desintegración y la hambruna en Europa de manera premeditada, debían reactivar la prosperidad en un continente asolado por la guerra, y esta reactivación debía incluir a Alemania como parte integral: “No veo medidas posibles para reparar esta pérdida de productividad dentro de un periodo razonable de tiempo, a no ser mediante la actuación del espíritu de empresa y de la organización alemanas. [...] así que] animemos y ayudemos a Alemania a volver a ocupar su puesto en Europa, como creadora y organizadora de riqueza para sus vecinos del este y del sur” (Keynes, 1919a/1987: 189-190). Se necesitaría otra guerra mundial para que los líderes mundiales finalmente adoptaran el espíritu propuesto por Keynes durante las secuelas de la primera Guerra Mundial en 1919.

Al contrario, el Tratado de Versalles impuso a Alemania una deuda externa que excedió más de 13 veces la indemnización que Francia le pagó en 1871. Alemania perdió partes considerables de su territorio y población en virtud de este tratado, al igual que grandes porciones de su flota mercantil, sus colonias y otros activos externos. Encima de todo, se le obligaba a generar superávits comerciales durante las próximas décadas a la par de enfrentar nuevas restricciones comerciales. Alemania habría tenido que pasar por una devaluación interna descomunal para suministrar los bienes y pagar las deudas.

Sin embargo, un ajuste de tal magnitud no afectaría sólo a Alemania. Los países receptores de transferencias alemanas también tendrían que adaptarse para permitir que este país tuviera superávits comerciales de gran volumen y duración. La ostensible falta de voluntad de estos países demostró que Versalles propiciaba las condiciones para una deflación general, lo cual difícilmente haría desaparecer el envolvente problema de la deuda, sino todo lo contrario.

No obstante, el verdadero problema yacía en que no sólo Alemania estaba obligada a tener deudas exorbitantes con sus vencedores. Como observa Keynes en el capítulo final del libro:

La existencia de las deudas de la gran guerra es una amenaza para la estabilidad financiera de todos. No habrá país europeo en el que el repudio de la deuda no llegue a ser pronto un problema político importante. En el caso de la deuda interior, sin embargo, están interesadas las partes por ambos lados, y es cuestión de distribución interior de la riqueza. Pero no ocurre esto con las deudas exte-

riores, y las naciones acreedoras pueden encontrar muy en breve que el sostenimiento de un tipo especial de gobierno o de una organización económica determinada en los países deudores perjudica a su interés. Los compromisos de las alianzas o de las ligas no son nada comparados con los compromisos de las deudas de dinero [...] La guerra ha acabado debiendo cada uno inmensas cantidades de dinero a los demás. Alemania debe una gran suma a los aliados; los aliados deben una gran suma a Gran Bretaña, y Gran Bretaña debe una gran suma a los Estados Unidos. A los tenedores de préstamos de guerra de cada país les debe una gran suma el Estado, y al Estado, a su vez, le deben una gran suma estos y los demás contribuyentes. La situación, en conjunto, es en el más alto grado artificiosa, falsa y humillante. No seremos ya nunca capaces de movernos, a no ser que libremos nuestros miembros de estas ligaduras de papel. Una hoguera general es una necesidad tan grande que, si no hacemos de ella un asunto ordenado y sereno, en el que no se cometa ninguna injusticia grave con nadie, cuando llegue al final se convertirá en una conflagración que puede destruir otras muchas cosas. En cuanto a la deuda interior, yo soy uno de los que creen que el impuesto general para la extinción de la deuda es un requisito previo esencial para sanear la Hacienda en todos los países beligerantes. Pero el mantenimiento de grandes deudas entre los gobiernos tiene en sí mismo peligros especiales [Keynes, 1919a/1987: 181-182].

En efecto, la deflación general (de la deuda) implantada en el Tratado de Versalles se evitó temporalmente por dos factores. Por un lado, la máquina de préstamos de Wall Street no sólo disparó los precios de los activos en los Estados Unidos, sino que incluso permitió un auge en Alemania en la segunda mitad de la década de los veinte.² Esto duró hasta que una repentina interrupción y reversión de los flujos de capital convirtió el auge en caída, y vio a Alemania lograr superávits comerciales cuando el canciller Heinrich Brüning³ impuso finalmente a este país la deflación prevista en Versalles 10 años antes. Por otro lado, las obligaciones de indemnización de Alemania fueron reduciéndose después en varias renegociaciones, hasta que finalmente terminaron por completo en 1932, cuando la Gran Depresión arrasaba.

Hitler puso fin a la Gran Depresión en Alemania mediante lo que los ordoliberales alemanes de la posguerra describen como políticas “keynesia-

²“Los Estados Unidos le prestan dinero a Alemania, Alemania transfiere su equivalente a los Aliados, los Aliados se lo devuelven al gobierno de los Estados Unidos. Nada pasa realmente, nadie empeoró ni en un centavo” (Keynes, 1926b).

³Keynes visitó Alemania a principios de 1932. Durante la visita tuvo un encuentro personal con Brüning, como se relatará más adelante.

nas". Se convirtió en parte de la narrativa ordoliberal alemana de posguerra que el keynesianismo preparó el terreno para el colectivismo y la planificación central. Alemania es famosa hoy por su singular antikeynesianismo. Ya sea que pueda o no culparse a Keynes por su influencia en Alemania, parece justo decir que el pensamiento ordoliberal alemán está en contra de la macroeconomía (Bibow, 2018).

III. EQUILIBRIO INTERNO EN LA TEORÍA Y EN LA PRÁCTICA BRITÁNICAS: DEL *BREVE TRATADO SOBRE LA REFORMA MONETARIA* AL *TRATADO SOBRE EL DINERO*

La segunda obra monetaria importante de Keynes, *Breve tratado sobre la reforma monetaria*, se publicó en 1923. En ella se analizan las intensas perturbaciones del nivel de precios que ocurrieron en Gran Bretaña y otros países durante la primera Guerra Mundial y sus secuelas. La principal recomendación normativa de Keynes es que la política monetaria debe antes que nada buscar el equilibrio interno, en lugar de mantenerse atada a algún compromiso externo como el patrón oro. En reconocimiento a cambios importantes en el equilibrio de fuerzas globales, Keynes sostiene que sujetar la política monetaria británica al patrón oro significaría dejar que la Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos la determinara. En cambio, el Banco de Inglaterra debía aplicar su política monetaria antes que nada para estabilizar el ciclo crediticio y el nivel de precios. Además, Keynes argumentó que cierto grado de estabilidad del tipo de cambio aún podría lograrse a través de la cooperación del banco central.

El primer capítulo del libro es el de mayor trascendencia, en vista del tema de la conferencia; en éste Keynes investiga las consecuencias de la inflación y la deflación en la actividad económica y en la distribución de la riqueza y el ingreso. Sostiene que la organización económica de las sociedades modernas se basa en contratos monetarios y presupone para su correcto y justo funcionamiento que el valor del dinero se mantenga suficientemente estable.

Sin embargo, la estabilidad de precios no ha sido históricamente la norma. Incluso la era del patrón oro del siglo XIX tuvo períodos de inflación y deflación considerables. Empero, la experiencia de relativa estabilidad durante el periodo en su conjunto puede haber fomentado la ilusión de su constancia.

Si se consideran largos periodos, la experiencia corresponde a la inflación y al deterioro progresivo del valor del dinero, como Keynes apunta:

no hay garantía histórica para esperar que el dinero esté representado ni siquiera por una cantidad constante de un metal en particular, mucho menos por un poder adquisitivo constante. El dinero es simplemente lo que el Estado declara de vez en cuando como una buena descarga legal de los contratos monetarios. En 1914, el oro no había sido el estándar inglés durante un siglo ni el estándar único de ningún otro país durante medio siglo. No hay registro de una guerra prolongada o de una gran agitación social que no haya ido acompañada de un cambio en la moneda de curso legal, más bien hay una crónica casi ininterrumpida en cada país que tiene una historia, desde los primeros registros económicos, de un deterioro progresivo del valor real de las sucesivas unidades monetarias que han representado dinero. Es más, este deterioro progresivo del valor del dinero a lo largo de la historia no es un accidente y ha tenido dos grandes fuerzas impulsoras: la insolvencia de los gobiernos y la influencia política superior de la clase deudora [Keynes, 1923/1971: 8-9].

Lo que ha cambiado durante la “fase del capitalismo que se desarrolló durante el siglo XIX [es que] se idearon muchas disposiciones para separar la administración de la propiedad de sus propietarios”, así como el surgimiento de un elaborado “sistema de inversión” (léase: sistema financiero) basado en contratos de dinero y que consta del “pago de sumas fijas de dinero durante un largo periodo de tiempo” (Keynes, 1923/1971: 4).

Keynes divide la sociedad en tres clases: la “clase inversionista” (léase: propietarios de riqueza), la clase empresarial y el trabajador (asalariado). Respecto de las consecuencias en la distribución, concluye que:

la inflación redistribuye la riqueza de una manera muy perjudicial para el inversionista, muy beneficiosa para el empresario y, en las condiciones industriales modernas, probablemente beneficiosa en general para el trabajador. Su consecuencia más notable es la *injusticia* contra quienes han comprometido de buena fe sus ahorros en títulos de dinero y no de cosas. Pero las consecuencias de la injusticia a tal escala van más allá. El análisis previo sugiere que la disminución en la producción de riqueza en Europa desde la guerra ha sido, en cierta medida, a expensas no del consumo de cualquier clase, sino de la acumulación de capital. Aparte, la inflación no sólo ha disminuido la capacidad de ahorro de la clase

inversionista, sino que ha destruido la atmósfera de confianza necesaria para la intención de ahorro. No obstante, una población en crecimiento requiere, para mantener el mismo nivel de vida, un crecimiento proporcional del capital [Keynes, 1923/1971: 29].

A continuación, su análisis profundiza en la disminución de la producción de riqueza que las inflaciones y las deflaciones pueden traer consigo, al detallar los cambios en el nivel de precios, las expectativas de cambios en el nivel de precios y el grado de confianza en que se mantienen tales expectativas. De esto deriva que:

el aumento de precios y su caída tienen cada uno su desventaja característica. La inflación que provoca el primero representa una injusticia para los individuos y las clases, en particular para los inversionistas, por lo cual es desfavorable para el ahorro. La deflación que provoca la caída de los precios implica el empobrecimiento para el trabajo y la empresa, pues lleva a los empresarios a restringir la producción en un esfuerzo por evitar pérdidas, por lo cual es desastroso para el empleo. Las contrapartes por supuesto también son ciertas, la deflación significa una injusticia para los prestatarios y la inflación conduce a la estimulación excesiva de la actividad industrial. Sin embargo, estos resultados no son tan graves como los que se subrayaron anteriormente, debido a que los prestatarios están en una mejor posición para protegerse de los peores efectos de la deflación que los prestamistas para protegerse de la inflación, y debido a que la mano de obra está en una mejor posición para protegerse del sobreesfuerzo en los buenos tiempos que del subempleo en los malos tiempos. Por tanto, la inflación es injusta y la deflación es inconveniente. Quizá la deflación sea la peor de las dos, si descartamos inflaciones exageradas como la de Alemania, pues es peor, en un mundo empobrecido, provocar el paro que decepcionar al *rentista*. Tampoco es necesario sopesar un mal contra el otro. Es más fácil estar de acuerdo con que ambos son males que deben evitarse. El capitalismo individualista de hoy, precisamente porque confía el ahorro al inversionista individual y la producción al empleador individual, presupone una estabilidad en la unidad de medida del valor y no puede ser eficiente (tal vez no puede sobrevivir) sin ella [Keynes, 1923/1971: 35-36].

Lo que sorprende en el análisis de Keynes es que, si bien destacó la importancia de la existencia del sistema financiero, no consideró ningún efecto en las instituciones financieras a raíz de los cambios en el nivel de precios, sino

que se centró únicamente en los deudores y propietarios de la riqueza. Supuestamente, los prestatarios se protegen de la deflación mediante el impago, pero Keynes no analiza aquí sus posibles repercusiones, excepto por el efecto generalmente depresivo de la deflación sobre la actividad económica y el empleo como tal, que probablemente también incluirá incumplimientos de las deudas.

En el capítulo 2 del *Breve tratado* analiza el papel de la posición fiscal de los países en la evolución monetaria y el nivel de precios. Keynes favorece un impuesto sobre el capital por encima del señorío y el impuesto a la inflación, que fueron los recursos elegidos por los gobiernos europeos para combatir el exceso de deuda pública dejado por la primera Guerra Mundial. En el capítulo 3 sienta los fundamentos teóricos de las recomendaciones de política monetaria que ofrece en los capítulos siguientes: estabilizar el nivel de precios interno en lugar del tipo de cambio y hacerlo no sólo durante períodos largos, sino también evitar fluctuaciones cíclicas de “los negocios, los precios y el empleo” (Keynes, 1923/1971: 138).

Keynes aplicó la teoría cuantitativa del dinero de Cambridge en el diseño de una estrategia para que el banco central tuviera como objetivo el equilibrio interno. Atribuyó el “ciclo crediticio” a la variabilidad en la demanda de efectivo (tanto en efectivo como en depósitos bancarios) por parte de la población. El banco central debería tratar de amortiguar el carácter cíclico de la demanda pública de efectivo y compensar cualquier variación restante mediante el ajuste de la liquidez en el sistema o el coeficiente de efectivo de los bancos. Controlar la creación de crédito de los bancos es una parte crucial de la estrategia de política monetaria así concebida. Como explica él mismo:

El sistema que opera de hecho al día de hoy es el siguiente en términos generales: [...] El nivel de precios internos está determinado principalmente por la cantidad de crédito creado por los bancos, principalmente por los Cinco Grandes; aunque en una depresión, cuando el público está aumentando sus saldos reales, se debe crear una mayor cantidad de crédito para sostener el nivel de precios dado (de acuerdo con la [teoría cuantitativa del dinero de Cambridge]) de la que se requiere en un auge, cuando los saldos reales están disminuyendo. La cantidad de crédito así creado se mide aproximadamente por el volumen de los depósitos de los bancos, dado que las variaciones en este total deben corresponder a variaciones en el total de sus inversiones, carteras de obligaciones y anticipos [Keynes, 1923/1971: 141-142].

Ajustar la “tasa bancaria” (es decir, la tasa de interés clave a corto plazo) puede no ser suficiente. El banco central también debe estar dispuesto a ajustar la liquidez del sistema al adecuar sus propias inversiones. Keynes aconseja que el banco central se coordine con hacienda, puesto que las deudas gubernamentales a corto plazo son sustitutos cercanos de los depósitos del banco central.

El análisis de Keynes de la parte operativa de la política monetaria todavía es rudimentario en el *Breve tratado*, y las preocupaciones sobre la estabilidad financiera tampoco forman parte de su investigación. Él mismo advierte de ello sin miramientos:

En cuanto a los factores que determinan las acciones de la autoridad reguladora, a excepción de la evolución real de los precios, está fuera del alcance de este volumen abordar el diagnóstico y análisis del ciclo crediticio de manera adecuada. Cuanta mayor profundidad alcancen nuestras investigaciones en este tema, cuanto más preciso será nuestro entendimiento del momento oportuno y el método apropiado para regular la expansión del crédito mediante la tasa bancaria o por otro medio [Keynes, 1923/1971: 148].

Este enunciado describe la agenda que Keynes se propuso para su tercer trabajo importante sobre economía monetaria, el *Tratado sobre el dinero*, publicado el 31 de octubre de 1930. Contrario al consejo de Keynes en el *Breve tratado*, Gran Bretaña iba a volver al oro en la paridad de antes de la guerra en 1925, sólo para apartarse de éste nuevamente en 1931. La nostalgia generalizada por el oro se basaba en ilusiones, como explica Keynes en el *Breve tratado*: “lo más importante de todo: en el mundo moderno del papel moneda y el crédito bancario no hay escapatoria de una moneda ‘administrada’, lo deseemos o no; la convertibilidad en oro no alterará el hecho de que el valor del oro mismo depende de la política de los bancos centrales” (Keynes, 1923/1971: 136).

La investigación de Keynes relacionada con el *Tratado* le llevó seis años, durante los cuales sus ideas y conocimientos continuaron evolucionando. En la fase final de la redacción, Keynes también desempeñó un papel muy activo en el Comité Macmillan (“Comité de Finanzas e Industria”), mientras el mundo experimentaba el inicio y las primeras etapas de la Gran Depresión.

Su artículo “Las consecuencias económicas de Mr. Churchill”, publicado en 1925 en respuesta al regreso de Gran Bretaña al oro en la paridad de antes

de la guerra, proporciona un vínculo importante entre el *Breve tratado* y el *Tratado*, al tiempo que retrata el acontecimiento principal que labró el desempeño económico de Gran Bretaña en ese momento. Volver al oro en la paridad de antes de la guerra significó despojar a las industrias de bienes comerciables de su competitividad. Restaurar el equilibrio implicaría deflación y desempleo. A medida que la balanza comercial de Gran Bretaña se volvía en su contra:

El Banco de Inglaterra está obligado a restringir el crédito por todas las reglas del juego que llamamos patrón oro. Está actuando de forma meticulosa y “sensata” al hacerlo. Sin embargo, esto no altera el hecho de que mantener un estricto control del crédito (y nadie negará que el banco lo está haciendo) implica necesariamente una intensificación del desempleo en las circunstancias actuales de este país. Lo que necesitamos hoy para restaurar la prosperidad es una política crediticia laxa. Queremos animar a los hombres de negocios a emprender nuevas empresas, no desanimarlos como lo estamos haciendo. La deflación no reduce los salarios “automáticamente”. Los reduce a través de generar desempleo [Keynes, 1925/1972: 259].

Keynes ya había diagnosticado las inflaciones y las deflaciones como económica y socialmente dañinas en el *Breve tratado*. Los temas centrales del *Tratado* fueron que algunos precios se ajustan más rápido que otros y que las economías pueden quedarse estancadas en el desequilibrio durante períodos largos. La experiencia británica particular de ese momento fue la deflación como proceso acumulativo, caracterizado por el estancamiento y el desempleo prolongado.

En el ensayo titulado “Las consecuencias económicas de Mr. Churchill” presenta además un argumento que se convertiría en un tema teórico central de la *Teoría general*: aunque hipotéticamente podría funcionar una reducción de los salarios monetarios en toda la economía, en la práctica es difícil de lograr, si no imposible. En la Gran Bretaña de la década de los veinte la idea era realinear los salarios y los precios británicos con los internacionales mediante un tipo de cambio sobrevaluado. En cuanto a la teoría del *Tratado*, de la misma forma en que en el pensamiento dominante neoclásico en ese momento y en la actualidad, los salarios “rígidos” a la baja eran un obstáculo para restaurar el equilibrio, y, desde este punto de vista, la rigidez salarial podía causar desempleo. Por el contrario, en la *Teoría general* ya no se con-

sidera que una deflación salarial general garantice el retorno al equilibrio, sino que puede terminar profundizando el desequilibrio. Es que el trasfondo y la experiencia de la década de los treinta fueron diferentes, el problema ya no era simplemente que Gran Bretaña necesitara una deflación para restablecer el equilibrio (devaluación interna), ahora era la deflación en general, que conducía a más deflación y depresión de mayor profundidad en todos los aspectos.

Antes de abordar este tema, es necesario detenerse a explorar un poco más el marco teórico del *Tratado sobre el dinero*, en virtud de que esta obra sentó las bases teóricas mediante las cuales Keynes entendería las primeras etapas de la Gran Depresión.

El trabajo de Keynes sobre economía monetaria, titulado *Tratado sobre el dinero* y editado en dos volúmenes, es principalmente una investigación sobre las causas y las formas de controlar el ciclo económico (también llamado ciclo de negocios o ciclo crediticio). La frustración expresada en su *Breve Tratado* acerca de la limitada utilidad práctica de la teoría cuantitativa del dinero aflora nuevamente cuando Keynes se propone diseñar un marco teórico dinámico capaz de analizar estados de transición y desequilibrio. Sus llamadas "ecuaciones fundamentales", que presentan notables conceptos de inversión y ahorro, constituyen el núcleo de su aparato teórico. La idea modular es que los desequilibrios entre la inversión y el ahorro (que se asemejan a los desequilibrios entre los gastos de una economía o entre la facturación de los negocios, por un lado, y sus costos, por el otro) son los impulsores de la "inflación/deflación de las ganancias", las cuales, a su vez, constituyen el motor principal detrás del ciclo económico, en opinión de Keynes.

Además, Keynes utiliza la noción wickselliana de la "tasa natural" de interés, al igual que la de las disparidades entre la tasa natural de interés y la "tasa de mercado", como una forma alternativa para describir los procesos acumulativos dinámicos. Cabe mencionar que utiliza el concepto de tasa natural en un sentido amplio, como sinónimo de la tasa de interés de equilibrio, y no refiriéndose en específico a la teoría de los fondos prestables, para la cual la tasa natural funciona supuestamente como un ancla real única. Su análisis también se refiere a las tendencias a largo plazo del nivel de precios (aparte de las fluctuaciones cíclicas) en la medida en que las inflaciones y las deflaciones de las ganancias alteran el curso de la inflación de los ingresos, esto es, la tendencia general de los salarios nominales (ajustados por el cre-

cimiento de la productividad) y los ingresos que imperan en equilibrio (inversión-ahorro).

El modo de presentación alternativo de Wicksell se presta más fácilmente a reflejar el objetivo clave de la política pública de Keynes: gestionar el sistema bancario de tal manera que estabilice el crédito y la economía al mantener la tasa de mercado alineada con la tasa natural de interés (tasa de interés de equilibrio), pues “los auges y las depresiones son simplemente la expresión de los resultados de una oscilación de los términos de crédito sobre su posición de equilibrio” (Keynes, 1930b/1971: 165), donde:

el crédito es el pavimento por el que viaja la producción, y si los banqueros supieran cuál es su deber, proporcionarían esa infraestructura de transporte justo en la medida necesaria para que el poder productivo de la comunidad pudiera emplearse en toda su capacidad. Uno de los objetivos principales de este tratado ha sido dar una respuesta clara a estas perplejidades. ¿Cuál es la verdadera pauta para una creación de crédito que sea no inflacionaria? Esto es, libre de la mancha de la inflación de las ganancias, puesto que la inflación de los ingresos es un asunto diferente. Hemos encontrado que la respuesta yace en preservar un equilibrio entre la tasa de ahorro y el valor de la nueva inversión [Keynes, 1930a/1971: 197].

El *Tratado* de Keynes está lleno de detalles institucionales y extensos análisis del comportamiento bancario. Keynes pone mucha atención a cómo los bancos con fines de lucro administran sus balances en un entorno que está en constante cambio y se encuentra condicionado por la competencia, las condiciones comerciales, la regulación y la política monetaria. La función elemental de los bancos como proveedores de crédito y creadores de liquidez no sólo concierne a la economía real (circulación industrial), sino también al funcionamiento del propio sistema financiero (circulación financiera). Keynes presenta todos los ingredientes de lo que se convertiría en su “teoría de la [preferencia por la] liquidez” en la *Teoría general*, en los que destaca el papel del sistema bancario en el funcionamiento del “factor de la declinación excesiva”, que refleja la manera en que la determinación de condiciones financieras da forma al gasto de inversión en el aparato teórico del *Tratado*.⁴

⁴ Anticipándose a las controversias posteriores, Keynes señala claramente lo que denominó la “falacia de los fondos prestables” (Bibow, 2000 y 2009), cuando declara lo siguiente: “Espero haber dejado clara

A pesar de toda la atención prestada a temas bancarios institucionales y de comportamiento, el *Tratado* guarda silencio sobre la inestabilidad financiera. Keynes investiga el ciclo crediticio, no las crisis financieras. Hay indicios poco frecuentes desperdigados aquí y allá sobre el colapso de Wall Street de 1929 y sus secuelas inmediatas. Lo único que hay es una breve sección titulada “La caída de 1930” al final del segundo volumen, en la que Keynes ofrece su versión de cómo ciertos acontecimientos durante la década de los veinte llevaron a la caída que marcó la etapa inicial de la Gran Depresión.⁵

En su relato de los hechos, la tasa natural se elevó temporalmente después de la primera Guerra Mundial y disminuyó notablemente en la segunda mitad de la década de los veinte, mientras que la tasa de mercado permaneció estancada en niveles inapropiadamente altos. Este último fenómeno se debió tanto a políticas monetarias equivocadas como a factores especiales del mercado. Destacan en particular los préstamos de los gobiernos con condiciones estipuladas en los tratados (prestatarios en dificultades) y los intentos por restaurar el patrón oro como las razones del aumento en la demanda de oro de los bancos centrales, además de los préstamos gubernamentales y bancarios a largo plazo con el fin de acumular reservas líquidas (en términos de saldos en dólares y libras esterlinas) como factores que conducen a condiciones crediticias restrictivas para los prestatarios de negocios genuinos. Como un tercer tipo de prestatarios “artificiales”, que se convirtieron en una fuerza descomunal en 1928-1929, Keynes identifica a:

la distinción entre los dos tipos de decisiones que se requieren constantemente del público asalariado y de los poseedores de riqueza. No obstante, por muy claros que podamos ser acerca de la distinción, sigue siendo difícil mantener las causas completamente disociadas de los resultados en los dos tipos de decisiones, ya que actúan y reaccionan entre sí de la manera más desconcertante. Ello se debe a que el monto del ahorro y el monto de la inversión y, en consecuencia, la diferencia entre ellos, dependen en parte del nivel de precios de los bienes de inversión en relación con su costo de producción y, al mismo tiempo, la actitud del público hacia los depósitos de ahorro y otros valores, respectivamente, puede estar parcialmente influenciada por las expectativas sobre el nivel de precios de los bienes de consumo en relación con su costo de producción. En particular, un cambio en la disposición del público hacia otros valores que no son depósitos de ahorro no compensados por la actuación del sistema bancario será un factor de mayor potencia que afectará la tasa de inversión respecto al ahorro y, por lo tanto, será una causa de perturbación al poder adquisitivo del dinero. Sin embargo, aunque estos factores reaccionan el uno al otro, el factor de ahorro excesivo y el factor de la declinación excesiva (como quizás podríamos llamarlos) son independientes en el sentido de que cualquier grado, positivo o negativo, de uno es compatible en circunstancias concurrentes adecuadas con cualquier grado, positivo o negativo, del otro” (Keynes, 1930b/1971: 130).

⁵ Keynes también publicó un artículo no técnico en dos entregas con el mismo título en *Nation & Athenaeum* en diciembre de 1930, que luego se volvió a publicar en *Ensayos sobre intervención y liberalismo*; véase la sección IV.

los prestatarios especulativos, que, una vez más, estaban pidiendo préstamos no para invertir en nuevas empresas productivas, sino para participar en el febril movimiento “alcista” de las “acciones” (en su mayoría de un carácter semimonopolista que no podía duplicarse con facilidad), el cual estaba ocurriendo de manera más sobrecededora en los Estados Unidos, pero también en diversos grados en la mayoría de las bolsas de valores del mundo. Encima, el nerviosismo de la opinión bancaria conservadora por poner fin de alguna manera a esta fiebre especulativa proporcionó una nueva razón para la restricción del crédito por parte de los bancos centrales. Para mediados de 1929, estaban estrangulando a los prestatarios “genuinos” (si podemos designar así a los prestatarios para fines de nuevas inversiones reales que éstos consideren rentables en los términos de la oferta), cuyas actividades ya se encontraban, a mi juicio, en una situación desfavorecida en la mayoría de los países excepto en los Estados Unidos. Una vez cubiertas las necesidades más urgentes de la reconstrucción de la posguerra y de los nuevos tipos de industria, simplemente no valía la pena pedir prestado en una escala igual al volumen de ahorros ante la alta tasa de interés del mercado, que se sosténía en parte por los prestatarios “artificiales” y en parte por la política crediticia de los bancos centrales. La divergencia que surgió de este modo entre la tasa de interés del mercado y la tasa natural fue, por lo tanto, la causa principal de la caída del nivel de precios. No obstante, una vez que esto había avanzado lo suficiente para generar una mentalidad depresiva en la psique de los empresarios, se encontró por supuesto, como de costumbre, con el refuerzo de otras influencias quizá cuantitativamente mayores [Keynes, 1930a/1971: 341-342].

A continuación, Keynes ofrece una interpretación de los acontecimientos en términos de su teoría del ciclo económico y las categorías de inversión de su *Tratado*. Advierte que la deflación de las ganancias empujará a los empresarios a recurrir a un

ataque a las rentas monetarias de los factores de producción [...] una empresa peligrosa en una sociedad que es tanto capitalista como democrática. Sería una tontería de nuestra parte ponernos de luto en un momento en que el ritmo de los avances técnicos es tan grande que, si así lo deseáramos, podríamos estar incrementando nuestro nivel de vida en un porcentaje significativo cada año. Mi función durante los últimos 11 años ha sido actuar el papel de Casandra, primero en las consecuencias económicas de la paz y luego en las del retorno al oro; espero que no sea así en esta ocasión [Keynes, 1930a/1971: 346].

Luego apremia a “utilizar nuestros sistemas bancarios para efectuar un ajuste adecuado de la tasa de interés del mercado” mediante la aplicación de una “política de tasas bancarias y operaciones de mercado abierto a ultranza” (Keynes, 1930a/1971: 346-347).

El influyente papel de Keynes en el Comité de Finanzas e Industria (de Macmillan) le brindó la oportunidad de aplicar el marco teórico de su *Tratado* a las luchas británicas de la época, al atacar en esa ocasión la notoria “Visión del Tesoro” (Keynes, 1930e/1981).⁶ El comité deliberó de febrero a diciembre de 1930 y emitió su informe el 13 de julio de 1931.

A partir de marzo de 1930, Keynes consideró la depresión internacional naciente como un factor superpuesto adicional a los problemas internos que ya tenía Gran Bretaña, respecto de lo cual se centró en los efectos de la deflación sobre la inversión real.

Sin embargo, tanto el *Tratado* como el Informe Macmillan tratan principalmente sobre la experiencia de estancamiento de la década de los veinte y no sobre la crisis mundial de la de los treinta. Dicho esto, el Informe Macmillan sí identificó la concentración de activos líquidos, incluido el oro, en países acreedores clave (es decir, los Estados Unidos y Francia) como el factor principal detrás de la deflación global que se estaba desencadenando.

IV. KEYNES COMO INVERSIONISTA Y COMENTARISTA ECONÓMICO DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

La interpretación y la explicación de Keynes de los acontecimientos a partir del desplome de Wall Street en 1929 se encuentran en sus escritos y comentarios de la época. El marco teórico de su *Tratado* formó la base para sus puntos de vista sobre los sucesos de las primeras etapas de la Gran Depresión. Sin embargo, dada la velocidad a la que pasó del *Tratado* a la *Teoría general*, su perspectiva en el punto más agudo de la crisis en 1932-1933 ya estaba más cerca de su obra posterior. Sus otros escritos ilustrativos tienen que ver con sus propias actividades de inversionista financiero, por una parte, y con sus actividades periodísticas, sus discursos y su corres-

⁶ El contexto era que Keynes había prestado su apoyo a la expansión fiscal financiada con deuda. Véase, por ejemplo, “Con Lloyd George do it? An examination of the liberal pledge” (Keynes y Henderson, 1929/1978).

pondencia, por otra. Cabe aquí mencionar que aun al comienzo de la mayor crisis económica de la era moderna, Keynes no se desalentó y publicó su ensayo más optimista, “Las posibilidades económicas de nuestros nietos” (Keynes, 1930e/1981), sobre las perspectivas a largo plazo de la humanidad para resolver el problema de la economía mediante el progreso tecnológico.

Si bien el colapso de Wall Street en octubre de 1929 es ampliamente visto como el punto de partida de la Gran Depresión —y justo antes del cual Irving Fisher (1929) declaró: “los precios de las acciones han alcanzado lo que parece ser una meseta perpetuamente alta”—, existieron algunas controversias en los años anteriores acerca de la sobrevaluación del mercado de valores, los riesgos de inflación y la política de la Reserva Federal, las cuales desembocaron en el auge del mercado que precedió al colapso en 1929. Keynes participó en estas controversias de manera activa.

Uno de los primeros ejemplos es el memorando de Keynes del 14 de abril de 1927, escrito para una reunión de la junta directiva de la National Mutual,⁷ que es la respuesta a una descripción pesimista sobre la posición del mercado de valores estadunidense por parte de su socio inversionista de muchos años, O. T. Falk. En el memorando, Keynes no está de acuerdo con la perspectiva bajista de Falk para las acciones estadunidenses, que estaba esparciendo la “ impresión de que la situación en los Estados Unidos es más precaria y peligrosa de lo que en mi opinión realmente es”. En opinión de Keynes:

la atmósfera general, aunque sumamente optimista, no tiene ese carácter salvaje o desordenado que en tiempos pasados ha marcado los períodos de bonanza que han precedido a las recesiones. Sería algo muy notable y sin precedentes que sobreviniera repentinamente una grave recesión después de dos años de precios a la baja en un mercado monetario abastecido de fondos abundantes. No estoy argumentando que haya una buena razón para esperar un gran flujo de dinero bancario nuevo en el mercado de valores. Sólo llego a la conclusión de que en la actualidad no existe ninguno de los síntomas habituales que preceden a una afección grave [Keynes, 1927].⁸

⁷ La compañía National Mutual Life Assurance Society era una aseguradora mutua con base en Londres, de la cual Keynes fue presidente de 1921 a 1938. [Nota de la traductora.]

⁸ Todas las fuentes inéditas de Keynes citadas en este artículo se encuentran en el Archivo de King's College, Cambridge, “Los Escritos de John Maynard Keynes”, citados con permiso.

Sin embargo, la expectativa de una tasa de interés descendente parece ser una parte central del razonamiento de Keynes: “se debe anticipar una tendencia constante a la baja de la tasa de interés [...] No veo mucho riesgo de un movimiento al alza del interés” (Keynes, 1927).

En otro memorando del 1º de septiembre de 1928 titulado “¿Existe inflación en los Estados Unidos?”, Keynes regresa al caso estadunidense; ahora aplicó los conceptos de circulación industrial y circulación financiera de su *Tratado*.

En este memorando, constata que los precios de las acciones eran “a primera vista, juzgados por el rendimiento de los dividendos y los récords pasados [...] extremadamente apreciados” (Keynes, 1928a/1973: 57). Sin embargo, su principal preocupación era que un ajuste agresivo por parte de la Reserva Federal causaría una caída en la inversión (real) que asfixiaría la economía. Keynes sostiene que el aumento de los precios de las acciones como tal no causa inflación y que cualquier efecto sobre la economía y la inflación sólo surgiría indirectamente al (sobre)estimular la inversión. El efecto de los préstamos bancarios en los precios de los activos es complejo, ya que los bancos pueden aumentar los precios mediante la compra de activos o el préstamo a quienes lo hacen, o pueden simplemente facilitar la “diferencia de opinión” (puntos de vista opuestos en los mercados) al prestar a inversores alcistas y, simultáneamente, proporcionar depósitos a plazo que satisfacen la preferencia de liquidez de los vendedores de acciones bajistas. Él considera que los préstamos de corto plazo a la bolsa de valores siempre tienen una incidencia, aunque rara vez decisiva, mientras que “la existencia de una potente oposición al mercado alcista es una influencia moderadora sobre la inversión”. Advierte que la expansión de las transacciones financieras (circulación financiera) puede incluso tener un efecto deflacionario en la economía, a menos que la Reserva Federal haga un ajuste, es decir, si el financiamiento a Wall Street restrinja los préstamos comerciales (circulación industrial). En su lugar, desaconseja atacar el ascenso del mercado de valores mediante restricciones monetarias:

Lo que realmente le importa al mercado de valores es cómo se siente el inversionista promedio sobre las perspectivas comerciales. Por lo tanto, debería inclinarme a predecir que las acciones no caerían en extremo (es decir, más allá del bajo nivel reciente) a menos que el mercado descartara una depresión económica. La restricción monetaria sostenida podría provocar fácilmente tal depresión, o al menos la expectativa de una. Sin embargo, difícilmente puede ser la intención de

la [Junta de la Reserva Federal] provocar una depresión económica [...] Debería haber supuesto que, como parece bastante probable, si las acciones están destinadas a alcanzar una cifra demasiado alta por cualquier criterio razonable, a su debido tiempo se rebasarán a sí mismas, aun con la garantía de una buena transacción. Esto sería congruente con experiencias previas [Keynes, 1928a/1973: 58].

En un memorando del 29 de julio de 1928 que trataba sobre los bancos y el mercado de dinero a la vista, Keynes había concluido que se encontraba “cauteloso y no estaba dispuesto a invertir demasiado o mantener demasiados valores sensibles. No obstante, esto no es suficiente para hacerme creer que estamos en un punto de inflexión importante o hacerme sentir enteramente bajista”. Por otra parte, también hizo ver que, “como bien sabemos en este país, siempre es imprudente predecir límites a la locura de los banqueros centrales” (Keynes, 1928b).

Diez meses después, y apenas antes del auge del mercado en 1929, Keynes respondió una vez más en contra de la perspectiva de Falk sobre las acciones estadounidenses, que entretanto se habían vuelto alcistas de nuevo. En un memorando del 2 de julio de 1929, Keynes escribió: “Parece que estoy destinado a diferir del Sr. Falk respecto de las perspectivas del mercado estadounidense [...] Teniendo todo en cuenta, el mercado ahora me parece mucho más peligroso para los alcistas de lo que pensaba [hace 10 meses]”. Luego completó:

entrar en el mercado en este punto es entrar en un momento en el que los precios están descontando el futuro en una medida sin precedentes y aun así, en un momento en que el presente es tan bueno que el conjunto económico seguramente tendrá que descansar antes de tener la fuerza para dar otro paso más hacia adelante. Es indudable que los Estados Unidos suelen hacer lo inesperado. Pero el mercado me parece peligroso, respecto de las perspectivas de grandes ganancias adicionales, para que los nuevos entren en este estado [Keynes, 1929].

Wall Street se derrumbó tres meses después, en octubre de 1929, y la economía de los Estados Unidos iba a empeorar gravemente a su debido tiempo, con repercusiones globales que se conocerían como la Gran Depresión.

Justo en esa época, a finales de octubre de 1929, la empresa holandesa Philips invitó a Keynes a contribuir al Servicio de Inteligencia Económica (SIE), al informar principalmente, pero no de manera exclusiva, sobre la

situación del Imperio británico. Keynes escribió informes mensuales a partir de enero de 1930 y hasta finales de 1931, seguidos de informes trimestrales en 1932-1934. Éstos permiten una mejor comprensión de cómo valoraba la situación durante la Gran Depresión.

En el primer informe al SIE en enero de 1930, titulado “La posición en Gran Bretaña”, Keynes reporta lo siguiente:

A más largo plazo, el panorama depende de la posición mundial general, que requiere urgentemente de un periodo prolongado de dinero muy barato. En las circunstancias actuales, el dinero módicamente barato probablemente resultará insuficiente para dar el estímulo necesario. No siento ninguna alarma particular sobre las perspectivas de los Estados Unidos, aunque lo más probable es que 1930 no será tan bueno como 1929. El verdadero origen del problema está en el estado de los principales mercados extranjeros, que se debe casi en su totalidad a la reducción del volumen de préstamos emitidos en los mercados internacionales de inversión y a la caída de los precios de las materias primas. Ambos problemas tienen su origen en la apreciación casi sin precedentes del dinero que prevaleció en todo el mundo a mediados de 1929, que se sumó a una situación que ya era bastante mala debido a la caída previa en los precios de las materias primas. Pase lo que pase de ahora en adelante, parece casi seguro que tendremos un periodo de depresión en los mercados extranjeros por otros seis meses, durante el cual será deseable extremar la cautela [Keynes, 1930i].

Agregó, además, que estaba particularmente preocupado por las perspectivas en Alemania para 1930. El informe de mayo de 1930 comienza así:

Hasta Semana Santa parecía que la situación podría estar estabilizándose. Pero desde entonces ha habido serios retrocesos en todos los aspectos. Tenemos que ajustar nuestras opiniones al hecho de que indudablemente estamos en medio de una gran depresión, al menos tan grave como las grandes depresiones del periodo anterior a la guerra, por ejemplo, como la de 1907. De hecho, el alcance y la rapidez de la caída de los precios mayoristas internacionales han sido más grandes que en cualquier otra ocasión en los últimos 70 años, exceptuando la caída de 1921-1922 [Keynes, 1930j].

Keynes repite allí que cualquier recuperación dependería, en primera instancia, del dinero barato. Reitera esta visión de la “depresión cíclica” en

curso y agrega que, si bien en Inglaterra la gente es quizá demasiado pesimista,

en los Estados Unidos no son lo suficientemente pesimistas, pues se inclinan a considerar [lo que está sucediendo] como una de las múltiples recesiones menores que se han experimentado desde la guerra, y no como una recesión mayor. De hecho, el exceso de optimismo de los Estados Unidos me parece un peligro real, ya que puede haber una sensación de repulsión a medida que se vuelve cada vez más claro que no puede esperarse una recuperación rápida [Keynes, 1930j].

La situación mundial se deterioró aún más en la segunda mitad de 1930. En septiembre de 1930 Keynes declaró: “ahora estamos en medio de una de las mayores recesiones de la historia económica reciente. De hecho, si medimos la magnitud de los hechos por la caída de los precios respecto del promedio de los tres o cuatro años anteriores, la extensión y la rapidez de la caída son quizás las más graves que se hayan experimentado en los tiempos modernos” (Keynes, 1930g/1981). A estas alturas, estaba especialmente alarmado por la situación en Alemania y los Estados Unidos, pero esperaba que las cosas empeoraran en general. En una carta a Walter Case del 16 de diciembre de 1930, Keynes advierte: “Mi propio sentir a la fecha en cuanto a la posición general es de pesimismo extremo. A veces pienso que sólo nos estamos acercando a la fase aguda de la depresión y que todavía puede haber algunas desilusiones devastadoras por venir. Sea como sea, no puedo percibir la menor razón del mundo para esperar una pronta recuperación” (Keynes, 1930d).

En un artículo de dos entregas titulado “La gran crisis de 1930”, Keynes profundiza en las desastrosas consecuencias de la deflación; éste fue publicado por primera vez en *The Nation and Athenaeum* a fines de diciembre de 1930 y vuelto a publicar en *Ensayos de persuasión*. Al insistir en que la deflación aumenta la carga de la deuda, pone su atención en la “deuda en bonos” y las relaciones de deuda internacional, en lugar de enfocarse en la banca. Después titubea: “no es seguro que puedan hacerse los ajustes necesarios para prevenir una serie de bancarrotas, de cesación de pagos y de no reconocimiento de las deudas, que harían temblar los fundamentos del orden capitalista [y advierte:] Habría un terreno favorable para la agitación, las sediciones o las revoluciones” (Keynes, 1930c/2009: 6). Al aplicar el marco de su *Tratado* para diagnosticar las fuentes y posibles salidas de la situación, acon-

seja que se necesita una acción valiente y coordinada internacionalmente por parte del banco central para detener la depresión:

Un gran abismo se abre entre la intención de prestamistas y deudores en lo que respecta a una nueva y genuina inversión de capitales, con el resultado de que los ahorros de los prestamistas sirven para conjugar los déficits comerciales y socorrer a los deudores en problemas en lugar de contribuir a financiar nuevas empresas de bienes de capital [...] Pero sólo son capaces de dar el primer paso las autoridades de la banca central de los principales países acreedores. Ningún banco central puede hacer demasiado si obra aisladamente. Una acción dinámica y efectiva por parte del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos, del Banco de Francia y del Banco de Inglaterra podría lograr mucho más que la mayor parte de la gente que malinterpreta los síntomas o agrava las circunstancias de la enfermedad en sí misma. De todas formas, el remedio más efectivo consistiría en la asociación de los bancos centrales de estas tres grandes naciones acreedoras, lo que llevaría a recobrar el clima de confianza de los mercados internacionales de préstamos a largo plazo gracias a un audaz plan conjunto. Esto serviría para revivir el espíritu de empresa y la actividad en todos lados, y para mejorar el nivel de precios y de beneficios, de modo que el comercio internacional pueda restablecerse nuevamente [Keynes, 1930c/2009: 8-9].

Su perspectiva se tornaba más sombría rápidamente. Su carta de febrero de 1931 dice:

las cartas anteriores eran pesimistas, pero no lo suficientemente pesimistas [...] Será prudente en todas las actividades actuar en el supuesto de que habrá un mayor desencanto después de la primavera. Los factores principales se pueden resumir de la siguiente manera. Los precios al por mayor siguen cayendo fuertemente. Ahora son tan bajos que incluso una recuperación moderada haría poco por rectificar la situación. Están aumentando las dificultades de los países deudores que exportan materias primas, ya que simultáneamente no pueden obtener préstamos ni pueden vender sus productos a un precio razonable. No debe excluirse el horizonte de una larga serie de incumplimientos en los pagos durante 1931. El valor de los contratos de construcción en Estados Unidos aún no muestra signos de recuperación. Éste es un indicador importante, puesto que está disponible en una fecha bastante anterior a aquella en la que de hecho se erogará el gasto. En resumen, no veo el menor indicio de que se estén sentando las bases para la recuperación en

ninguna parte. Como mínimo, es posible que la situación empeore, o si no, que pase largo tiempo antes de que mejore realmente [Keynes, 1931d].

En su carta de mayo de 1931 apunta:

He estado pronosticando durante algún tiempo que el mercado estadounidense sufrirá al menos una desilusión más, y que esto podría tener un efecto grave en los precios. Esta desilusión ya se ha dado como corresponde. Casi todos han abandonado ya las esperanzas ingenuas y completamente infundadas de una pronta recuperación. En efecto, no hay un solo hueco entre las nubes. Todavía no veo razón alguna para una recuperación real de la prosperidad mundial en el futuro cercano. Sería más sensato fundar todos los planes en esta suposición que en esperanzas más optimistas [Keynes, 1931g].

Su carta al Servicio de Inteligencia Económica de junio de 1931, la última antes de su visita a los Estados Unidos, afirma que:

La novedad más importante del último mes ha sido la fuerte caída de los precios de casi todas las acciones en la Bolsa de Valores de Londres, a excepción de los títulos públicos. Esto ha ido acompañado de una debilidad similar en los Estados Unidos y en la mayoría de las bolsas europeas. En muchos casos, la caída de los precios ha ido mucho más lejos que en caídas anteriores durante el último año o dos. Por primera vez es posible decir que prevalece lo que sólo se puede describir como precios de pánico, que tienen poca o ninguna relación con el valor intrínseco. Esto parece indicar que estamos entrando ahora en la fase de crisis o pánico de la recesión. Me inclino a pensar que cuando recapitulemos sobre esta caída particular, sentiremos que esta fase se alcanzó en el verano de 1931 y no antes. Es decir, esperaría que el clímax de la depresión se alcance en el transcurso de los próximos meses. Es muy probable que el peor momento de la crisis sea precipitado por un rápido deterioro de la posición alemana. Las dificultades del Banco Credit-Anstalt en Viena han causado una gran conmoción en los altos círculos financieros de Londres y los Estados Unidos y les ha dado una gran sacudida [Keynes, 1931f].

1. *La visita a los Estados Unidos en 1931*

Keynes desarrolló una imagen mucho más clara de la gravedad de la crisis y la centralidad de la banca en ella cuando visitó los Estados Unidos en junio

y julio de 1931, saliendo de Gran Bretaña el 30 de mayo de 1931 (Skidelsky, 1992). La situación en Europa también se estaba deteriorando rápidamente tras el colapso del Credit-Anstalt de Viena a principios de mayo, el cual diseminó los problemas bancarios a lo largo de Austria, Alemania y Europa Central. Incluso antes del regreso de Keynes a Gran Bretaña a mediados de julio, la volatilidad del mercado había llegado a Londres; la libra esterlina estaba bajo presión en las divisas, mientras las tasas del mercado monetario subían a medida que el Banco de Inglaterra perdía su oro.

Keynes dio una serie de conferencias en los Estados Unidos, participó en grupos de discusión y se reunió con economistas, banqueros, funcionarios del banco central, burócratas gubernamentales y otros observadores informados. Rápidamente se dio cuenta de que el sistema bancario estadounidense se encontraba en una situación crítica. La fragilidad de los bancos estadounidenses surgió de la posición riesgosa y sin liquidez de sus estados financieros, que se juntó con una creciente preferencia por la seguridad y la liquidez por parte del público. El riesgo era que la deflación produjera más tensión en el sistema bancario interno de los Estados Unidos, en un momento en que los países deudores podrían declararse insolventes debido a la caída de los precios de sus exportaciones.

Keynes dio dos conferencias en la New School for Social Research en Nueva York el 15 y el 18 de junio. En la primera conferencia, titulada “¿Queremos que suban los precios?”, analizó la opción de la deflación como herramienta para acelerar la “liquidación” frente a la de restablecer los precios. Rechazó firmemente la conveniencia de la primera opción, y describió la liquidación como una

forma amable de decir quiebra general [...] Deudas nacionales, deudas de guerra, obligaciones entre las naciones acreedoras y deudoras, hipotecas agrícolas, hipotecas inmobiliarias; toda esta estructura financiera se vería trastocada al adoptar la propuesta [de deflación] del Dr. Sprague. Necesariamente sobreverría una quiebra generalizada, incumplimiento de pagos y el no reconocimiento de los bonos. Los bancos estarían en peligro [Keynes, 1931b/1981: 547].

En su segunda conferencia, titulada “¿Qué podemos hacer para hacer subir los precios?”, aconsejó “aumentar la cantidad y reducir el costo del crédito bancario” (Keynes, 1931r/1981, 550), pero reconoció que “la depresión actual puede resultar una de las más largas registradas [pues] es posible

que sea necesario reducir considerablemente la tasa de interés antes de podernos recuperar" (Keynes, 1931r/1981: 553).

Su siguiente serie de conferencias para la Fundación Harris en Chicago ofrece un análisis más elaborado de la caída de la inversión y el aumento del desempleo. Las tasas de interés excesivamente altas ocupan un lugar sobre-saliente. Según Keynes, las tasas de interés debían disminuir a medida que avanzaba la expansión, pero estaban aumentando, por lo cual culpaba a la Reserva Federal:

justo en ese momento, lejos de caer, la tasa de interés estaba subiendo. Los esfuer-zos de la Reserva Federal para frenar el auge en Wall Street estaban haciendo que los préstamos fueran muy caros para todo tipo de prestatarios [...] Una conse-cuencia adicional del dinero muy caro en los Estados Unidos fue convertirse en una carga para el oro del resto del mundo y, por lo tanto, causar una contracción del crédito en todas partes [...] Y una tercera consecuencia fue la falta de volun-tad de los inversores estadunidenses para comprar bonos extranjeros, ya que encontraron mucho más emocionante la especulación en sus propias acciones comunes [Keynes, 1931o/1973: 350].

Keynes (1931q/1973: 363) insistía en la necesidad de restaurar la confianza y reducir las tasas de interés a largo plazo, en su recomendación de política acerca de lo que en su opinión es "esencialmente un problema bancario téc-nico [...] y] preminentemente el negocio del banquero central". Además, sugería que los programas de obra pública financiados con deuda debían ser parte de la solución.

En correspondencia privada con Hubert Henderson el 22 de junio de 1931, Keynes parece ser mucho menos optimista respecto de si su recomendación de facilitar el crédito podría funcionar realmente, dado que los bancos ya esta-ban muy deteriorados:

Muy aparte de las situaciones inmediatas, alemanas u otras, el efecto que más había subestimado sobre la situación aquí antes de mi llegada fue la posición de muchos bancos del país. Una gran proporción de los bancos miembros, medidos en número, y una proporción bastante sustancial, medidos en activos (tal vez hasta 10%) probablemente no sean solventes hoy, si valoramos sus activos de manera rigurosa. Han comprado grandes cantidades de bonos de segundo grado que se han depreciado, mientras que sus anticipos a los agricul-

tores y contra la propiedad inmobiliaria están insuficientemente garantizados. [...] Debido al número de bancos que realmente han quebrado, existe un gran malestar entre los depositantes. Existe la posibilidad en cualquier momento de que se desaten pánicos bancarios en diferentes partes del país, similar a lo que se experimentó recientemente en Chicago. La consecuencia es que los depositantes muchas veces retiran su dinero en efectivo y lo guardan en una caja fuerte [...] Esto significa que los bancos a su vez están extraordinariamente nerviosos, incluso aquellos que son perfectamente solventes, ya que nunca saben cuándo pueden tener que soportar un retiro masivo de sus depositantes. En consecuencia, tienen una absoluta manía por la liquidez. Ejercen presión sobre sus clientes para que paguen los préstamos, ya que éstos y los anticipos no son líquidos en una emergencia. En términos generales, convierten todos los activos que pueden en una forma relativamente líquida y, en algunos casos, mantienen una cantidad anormal de dinero en la caja chica. Mientras prevalezca esta mentalidad por parte de los depositantes y de los bancos, lo cual es perfectamente comprensible dadas las circunstancias, puesto que muchos bancos efectivamente no son seguros y el público en general no puede saber cuáles bancos son los peligrosos, toda la situación se ve envuelta en ello. En gran parte, esto explica el fracaso del mercado de bonos para mejorar más. Cada vez que los bonos menos vendibles mejoran un poco de precio y se vuelven más vendibles, algún banco aprovecha la oportunidad para obtener más liquidez. En efecto, es un círculo vicioso. La aprehensión de los bancos por obtener liquidez mantiene débil el mercado de bonos (me refiero al mercado de bonos de segundo grado), y, mientras el mercado de bonos sea débil, la posición de los bancos seguirá siendo precaria [...] Es la debilidad del sistema bancario en todo el país lo que fundamentalmente impide que el remedio habitual, el crédito barato y abundante, pueda surtir efecto [Keynes, 1931i/1981: 556-557].

En sus discursos en Chicago, Keynes se refiere a la Moratoria Hoover, que fue declarada el 20 de junio de 1931 y terminó por fin con la odisea de las reparaciones de Versalles, desplegando su modelo del *Tratado* para explicar la recesión en curso. Sus comentarios en una mesa redonda el 1º de julio de 1931 en el Harris Foundation Institute aclararon mejor por qué consideraba que la fragilidad bancaria era crucial:

Cuanto más escucho sobre la situación aquí, más importancia le doy [a la fragilidad bancaria]. Creo que es una de las instancias en que los bancos otorgan

préstamos excesivos imprudentemente contra el sector inmobiliario; el hecho es que el volumen de sus depósitos es demasiado grande en relación con la cantidad de activos sólidos a corto plazo que hay para circular, con lo que se ven orillados a inversiones que no son realmente adecuadas para un sistema bancario. Además, esto hace que toda la comunidad se vuelva mucho más vulnerable a un cambio en el valor del dinero, ya que hay un montón de gente que le debe grandes sumas de dinero a otro montón de gente, y luego retiene activos en su contra, en lugar de que exista una inversión directa del público en tales activos. Si se tuvieran los activos directos, los cambios en el valor del dinero no serían tan peligrosos, pero si los propietarios finales de la riqueza tienen ésta en forma de dinero y alguien les debe ese dinero y compra activos en su contra, entonces cualquier cambio en el valor del dinero crea una tensión espantosa y es una posición muy peligrosa [Keynes, 1931a/1981: 539].

Keynes regresó a Inglaterra el 18 de julio de 1931, pocos días después de la publicación del Informe Macmillan (13 de julio de 1931) y de la declaración de insolvencia de Alemania (15 de julio de 1931), sucesos que se aunarón a las presiones sobre Londres por su enorme deuda neta a corto plazo. Durante su travesía por el Atlántico, Keynes preparó un memorando sobre las condiciones económicas en los Estados Unidos para el Consejo de Asesoría Económica, del cual era miembro. En éste, Keynes cree que el liderazgo de la Reserva Federal optó resueltamente en favor de subir los precios (“escuela monetaria”) en lugar de dejar que la deflación siguiera su curso (“equilibristas”), pero percibe que tal vez la Reserva tenga aún menos confianza en sus poderes para lograr su objetivo de la que él mismo tiene. Keynes ve la situación interna de los Estados Unidos principalmente como una recesión de la industria de la construcción y de nuevo resalta el papel decisivo de la fragilidad bancaria: “La proporción del capital y reservas de los bancos sobre sus pasivos suele ser pequeña, por lo que incluso pérdidas moderadas la arruinan” (Keynes, 1931c/1981: 568). El problema es que las pérdidas bancarias en los Estados Unidos no fueron sólo moderadas:

Lo cierto es que la estructura financiera de los Estados Unidos no es más capaz de soportar un cambio tan tremendo en el valor del dinero que la del resto del mundo. El amplio crecimiento de los depósitos bancarios y del endeudamiento en bonos en ese país interpone un contrato monetario entre el activo real, por un lado, y el propietario final de la riqueza, por el otro. Una depreciación en

el valor monetario del activo real, suficiente para rebasar los márgenes, tiende por fuerza a reventar toda la estructura del contrato monetario, en especial aquellos contratos a corto plazo representados por depósitos bancarios. Creo que sería correcto decir que la primera preocupación del gobernador Meyer es restaurar la solvencia y la liquidez de sus bancos miembros y que el objetivo de restituir el nivel de producción a la normalidad es actualmente inalcanzable [...] Después de observar este contexto, comprendo mucho mejor una parte de lo que motiva la actitud [“equilibrista”] del Dr. Sprague, su percepción de que nada bueno puede suceder hasta que las insolvencias hayan avanzado mucho más y se haya eliminado una buena cantidad de deuda monetaria. Si vamos a proceder en ese sentido, no sabría decir cuánto de la estructura financiera quedaría en pie cuando termináramos. Aconsejar esta salida me parece, incluso para un filósofo, un consejo desesperanzado; mientras que, si se aconseja a un banco central, resulta suicida, porque significa sacrificar aquello que los bancos centrales nacieron para salvaguardar. Aunque deberíamos, a mi juicio, hacer todo lo posible para cambiar el curso de los acontecimientos en la dirección opuesta a la que recomienda el Dr. Sprague, sería insensato subestimar las extraordinarias dificultades para lograrlo [Keynes, 1931c/1981: 571-572].⁹

Las reacciones espontáneas de Keynes a la crisis bancaria estadounidense se reflejan en sus discursos y su correspondencia, y lo llevaron a elaborar lo que podría ser el análisis más claro de los problemas bancarios, “Consecuencias del hundimiento de los valores monetarios en el sistema bancario”, publicado en agosto de 1931.

Refiriéndose a los serios aprietos en los que se encuentran los bancos en muchas partes del mundo, Keynes describe cómo los sistemas bancarios en expansión y los mercados de bonos e hipotecas han establecido una “cortina de dinero entre el activo real y el propietario de la riqueza”. Si bien los observadores suelen estar “familiarizados con la idea de que los cambios en el valor del dinero pueden alterar verdaderamente las posiciones relativas de quienes poseen derechos sobre el dinero y de quienes deben dinero”, y provocar a su vez transferencias de riqueza entre acreedores y deudores, Keynes llama la atención sobre otro acontecimiento que pasa a primer plano cuando

⁹Vale la pena repetir aquí un comentario curioso de Keynes sobre la influencia política de Wall Street. El contexto es la Moratoria Hoover y el cambio (positivo) que causó en la mentalidad de todos los sectores (en parte debido a la “sensatez inherente de los estadounidenses”): “los demócratas [...] son tan dependientes de los fondos de Wall Street como los republicanos” (Keynes, 1931c/1981: 587).

hay un cambio sustancial en el valor del dinero y una fuerte disminución en el valor monetario de los activos. Explica que los bancos normalmente dejan un margen considerable cuando otorgan préstamos con garantía (es decir, no otorgan préstamos por el valor total del activo), y este margen de seguridad los protege contra la caída del precio de los activos. Luego nota que, por primera vez en la historia moderna, un “colapso mundial de casi todo el campo de los valores monetarios de los activos reales” ha creado una situación en la que “los ‘márgenes’ se han agotado”:

Es poco probable que los detalles exactos de esto sean conocidos por terceros hasta que ocurra algún acontecimiento especial (quizá casi accidental) que dé un giro peligroso a la situación. Mientras un banco esté en condiciones de sentarse en calma a esperar tiempos mejores e ignorar entre tanto que los títulos contra muchos de sus préstamos ya no son tan buenos como cuando los préstamos se otorgaron por primera vez, nada sucede en apariencia y no hay motivo de pánico. Sin embargo, incluso en esta etapa, es probable que la situación subyacente tenga un efecto nefasto en los nuevos negocios. Los bancos, al enterarse de que muchos de sus anticipos están efectivamente “congelados” e implican un riesgo latente mayor que el que asumirían de manera voluntaria, se tornan particularmente aprehensivos en tratar que el resto de sus activos sean líquidos y lo más libres de riesgo posible. Esto tiene repercusiones sobre los nuevos negocios en todo tipo de formas silenciosas y desapercibidas. Significa que los bancos están menos dispuestos de lo que normalmente estarían a financiar cualquier proyecto que pueda implicar una retención de sus recursos [Keynes, 1931n/1972: 172-173].

En pocas palabras, Keynes sostiene que la deflación generalizada y el colapso de los precios de los activos han dejado a la economía asolada por una crisis crediticia y se corre el riesgo de que ésta estrangule aún más la actividad económica, incluso si el pánico general aún no ha invadido. Casi todas las clases de activos son parte del problema de los bancos. Los bonos de mayor grado han surtido poco alivio, pues su valor ha aumentado o disminuido sólo ligeramente. El sistema bancario británico está en mejores condiciones que los bancos de otros países porque en Gran Bretaña los valores inmobiliarios se han mantenido relativamente estables y los bancos lograron esquivar los bonos de mayor riesgo. En los Estados Unidos, por el contrario, éstas son áreas de especial preocupación. En muchos países los

préstamos comerciales (capital circulante) se encuentran en las peores condiciones, ya que “en las circunstancias actuales, para muchos tipos de productores de materias primas, agricultores y fabricantes, no hay ganancias y sí hay todas las perspectivas de insolvencia si las cosas no llegan pronto a mejorar” (Keynes, 1931n/1972: 175).

A continuación, Keynes ofrece lo que puede ser uno de sus veredictos más despiadados y memorables, al ridiculizar a bancos y banqueros, “quienes son ciegos por naturaleza”, y a sus

supuestos “economistas” que nos dicen incluso hoy que nuestros problemas se deben al hecho de que los precios de algunos productos básicos y algunos servicios aún no han caído lo suficiente, sin considerar lo que debería ser un hecho indiscutible, que la solución, si pudiera llevarse a cabo, sería una amenaza para la solvencia de sus instituciones. Un “buen” banquero, ¡habrase visto!, no es el que anticipa el riesgo y lo evita, sino el que, cuando se arruina, se arruina de manera convencional y ortodoxa junto con sus semejantes, de modo que nadie puede culparlo en realidad [Keynes, 1931n/1972: 176].

Parece que Keynes culpa directamente a las autoridades monetarias por hacer “demasiado poco, demasiado tarde”. Su perspectiva se presenta sombría cuando atestigua que, en el verano de 1931, la situación había llegado a un punto en que evitar lo peor resultaba “extraordinariamente difícil”:

Hoy por fin empiezan a darse cuenta. En muchos países, los banqueros se están volviendo penosamente conscientes de que, cuando el margen de sus clientes se ha agotado, ellos mismos están “al margen”. Creo que, si hoy en día se hiciera una valoración por demás conservadora de todos los activos dudosos, una parte importante de los bancos del mundo se encontraría en una posición de insolvencia, y con el mayor avance de la deflación, esta proporción crecerá rápidamente. Afortunadamente, nuestros propios bancos nacionales británicos se encuentran en la actualidad, por diversas razones, probablemente entre los más sólidos. No obstante, hay un grado de deflación que ningún banco puede soportar. En una gran parte del mundo, y en particular en los Estados Unidos, la posición de los bancos, aunque parcialmente oculta a la opinión pública, puede ser de hecho el elemento más débil de toda la situación. Es obvio que la tendencia actual de los acontecimientos no puede ir mucho más lejos sin que algo se rompa. Si no se hace algo, las rupturas verdaderamente críticas

ocurrirán entre los bancos del mundo [...] Las señales existentes sugieren que los banqueros del mundo están empeñados en suicidarse. En cada etapa se han mostrado reacios a adoptar un remedio lo suficientemente drástico. Llegados a este momento, se ha permitido que las cosas vayan tan lejos que ahora resulta extraordinariamente difícil encontrar una salida [Keynes, 1931n/1972: 176-178].

El informe de Keynes al Servicio de Inteligencia de julio de 1931 resume su ahora abatido pronóstico global, que surgió de su visita a los Estados Unidos: “Una visión a cierta profundidad de las condiciones actuales en Estados Unidos me ha servido para convencerme de que, aparte de las dificultades europeas, es completamente inconcebible que vaya a existir algo que pueda llamarse una verdadera recuperación de la economía en algún momento dentro de, digamos, los próximos nueve meses. Los cimientos necesarios para tal recuperación simplemente no existen” (Keynes, 1931e).

Ahora bien, aunque los problemas bancarios habían ocupado toda su atención en su visita a los Estados Unidos, al regresar a casa el interés de Keynes naturalmente volvió a las condiciones económicas británicas, en general, y a la balanza de pagos y la situación monetaria del país, en particular. El 13 de agosto de 1931 escribe a Richard Kahn, profetizando el abandono del patrón oro por parte de la libra esterlina “dentro de un mes a menos que se tomen medidas heroicas” (Keynes, 1931l/1981: 594-595). El 18 de septiembre de 1931 le dice a Falk que la compañía de inversión que ambos administran, la Independent Investment Trust, no debería especular con la libra esterlina ni tratar de sacar provecho de ella, sino que debería asumir pérdidas (Keynes, 1931k/1981: 611-612). Aparte, intensificó su lucha contra la política oficial de austeridad (la “campaña económica desquiciada”) en varios aspectos.

La libra esterlina dejó el patrón oro el 21 de septiembre de 1931. Keynes sabía muy bien que la situación internacional era muy precaria. El 30 de septiembre de 1931 escribió al primer ministro británico Ramsay Macdonald:

Me pregunto si quienes lo presionan para que se celebren elecciones generales tienen en cuenta la rápida marcha hacia una crisis bancaria sin precedentes que se está produciendo en el resto del mundo. Me parece que ahora hay dos caminos alternativos que los acontecimientos pueden seguir en un futuro próximo. El primero es que un país tras otro vayan desistiendo de la paridad del oro. El

segundo sería una moratoria bancaria general, exceptuando este país, pero incluyendo a Francia y los Estados Unidos. Creo que este último es quizás el más probable, pues, aunque en nuestro caso fue sobre todo una crisis de balanza de pagos y para nada una crisis bancaria, en otros lugares es sobre todo una crisis bancaria. Nuevos sucesos conducirían necesariamente a una conferencia mundial, en la que nosotros, casi los únicos en el mundo con un sistema bancario solvente, tendríamos la posición de mayor ventaja [Keynes, 1931j/1981: 617-618].

El 1º de octubre de 1931 Keynes escribió a David Lloyd George con algo de entusiasmo respecto de la posibilidad de que este último “conduciría al Partido Liberal, o lo que queda de él, a la lucha en una alianza honorable con el Partido Laborista”, lo que acompañaba diciendo:

No creo que quienes presionan por celebrar elecciones se den cuenta del carácter extraordinariamente delicado de la situación financiera internacional en este momento. Nuestros propios problemas están más o menos resueltos por ahora. Los informes que he escuchado sobre el estímulo a las exportaciones británicas y el barullo de los negocios son algo extraordinario. Sin embargo, en el exterior las cosas todavía se están desplomando hacia su destrucción. Dudo que exista ahora un banco solvente en todos los Estados Unidos. Algunos desastres considerables pueden estar muy cerca y seguramente conducirán con bastante rapidez a una situación internacional de primera clase [Keynes, 1931h/1981: 620-621].

La salida de la libra esterlina del patrón oro amplió el espacio político de Gran Bretaña, y Keynes iba a pedir al Banco de Inglaterra que se comprometiera a reducir activamente las tasas de interés a largo plazo a su debido tiempo. Por otro lado, Keynes tenía muy presente que Gran Bretaña continuaba envuelta en la depresión global y que no había ganado más que un respiro. En una carta a Walter Case fechada el 2 de noviembre de 1931 advertía:

Estoy seguro de que el optimismo británico en la actualidad se ha fortalecido demasiado por el entusiasmo acerca del cambio en la situación local y está prestando muy poca atención a la persistencia de condiciones peligrosas y depresivas en el extranjero. [...] Mi expectativa es que la depresión mundial continúe por algún tiempo; un día Gran Bretaña despertará y se dará cuenta de

que existen límites rígidos al grado de recuperación que un país puede lograr a partir de lo que no es más que un cambio en sus circunstancias internas y en su relación con el resto del mundo [Keynes, 1931q/1973: 11-12].

2. *La visita a Alemania en 1932*

La visita de Keynes a Alemania en enero de 1932, que incluyó una conferencia en Hamburgo titulada “Las perspectivas económicas de 1932” y una reunión con el canciller Heinrich Brüning en Berlín, lo dotó de nuevos conocimientos sobre la profundidad de la crisis en ese país. En un artículo titulado “¿El fin de las reparaciones?”, publicado una semana después de su visita, señaló que Alemania estaba “sometida a la deflación más terrible que haya experimentado cualquier nación” (Keynes 1932a/1978: 366). En su conferencia de Hamburgo, Keynes resaltó lo sorprendente que era que Alemania aún no hubiera sufrido un “colapso en su organización política y social”. También miraba hacia atrás recordando su libro *Las consecuencias económicas de la paz*, donde describe el Tratado de Versalles como “uno de los mayores errores de la política internacional jamás cometidos” (Keynes, 1932g/1982: 46).

Su conferencia de Hamburgo deja ver que, en este punto, Keynes considera la Gran Depresión más como una crisis financiera que como una depresión económica grave. De hecho, ahora veía el riesgo de que la estructura financiera colapsara por completo. Su evaluación de la situación merece aquí ser citada en toda extensión, ya que contiene una idea que aparece por primera vez: un “pánico competitivo por obtener liquidez” que provoca el colapso generalizado de los precios y que, según Keynes, se “alimenta a sí mismo”:

El problema inmediato para el que el mundo necesita hoy una solución es esencialmente distinto del problema de hace un año. En ese entonces, la cuestión era cómo salir del estado de recesión aguda en el que habíamos caído y devolver el volumen de producción y de empleo a una cifra normal. Hoy el problema principal es cómo evitar una crisis financiera de gran alcance. Ahora no hay posibilidad de conseguir un nivel normal de producción en una fecha relativamente cercana. Nuestros esfuerzos se dirigen al logro de aspiraciones más limitadas. ¿Podemos evitar un colapso casi completo de la estructura financiera del capitalismo moderno? No queda liderazgo financiero en el mundo y prevalece una profunda equivocación intelectual en los puestos de poder responsables en cuanto a las

causas y los remedios; con esto uno comienza a cuestionarse y dudar. En cualquier nivel, es probable que nadie dispute que evitar el colapso financiero, en lugar de estimular la actividad industrial, es ahora el problema de primera línea. La restauración de la industria debe ocupar el segundo lugar en el orden del tiempo. Las causas inmediatas del pánico financiero, porque eso es lo que es, son obvias. Se encuentran en una caída catastrófica en el valor monetario no sólo de los productos básicos sino de prácticamente todo tipo de activos. La caída ha llegado a un punto en el que los activos, mantenidos contra deudas monetarias de todo tipo, incluidos los depósitos bancarios, ya no tienen un valor realizable en dinero que iguale el monto de la deuda. Los "márgenes", como los llamamos, de la confianza sobre la cual depende la estructura de deuda y crédito del mundo moderno, se han "agotado". Los activos de los bancos en muchos países, quizás en todos los países con la probable excepción de Gran Bretaña, ya no son iguales a los pasivos hacia sus depositantes, incluso si son valorados de forma conservadora. Los deudores de todo tipo ya no tienen activos que igualen en valor a sus deudas. Pocos gobiernos todavía tienen ingresos que igualen los cargos monetarios fijos a los que se han comprometido. Es más, un colapso de este tipo se alimenta a sí mismo. No estamos en la fase en la que el riesgo de acarrear activos con dinero prestado sea tan grande que haya un pánico competitivo por obtener liquidez. Cada individuo que logra obtener más liquidez obliga a bajar el precio de los activos en el proceso de obtener dicha liquidez, lo que resulta en que los márgenes de otros individuos se vean perjudicados y su ánimo debilitado. Y así continúa el proceso. Quizá sea en los Estados Unidos donde ha llegado a un grado inverosímil. Sin embargo, ese país sólo ofrece un ejemplo, extremo debido a la psicología de su gente, de un estado que existe en cierto grado en casi todas partes. La lucha competitiva por la liquidez se ha extendido más allá de los individuos y las instituciones, a las naciones y a los gobiernos, cada uno de los cuales intenta hacer más líquido su balance internacional al restringir las importaciones y estimular las exportaciones por todos los medios posibles. El éxito de cada uno en esta dirección significa la derrota de alguien más. Además, cada país intenta detener el desarrollo de capital dentro de sus propias fronteras, por temor al efecto sobre su balanza internacional. Sin embargo, sólo lograrán su objetivo en la medida en que su avance hacia la negación sea mayor que el de sus vecinos. ¿Dónde y cómo va a parar esta horrible lucha interna? Por el momento, sobrevivimos gracias a la escasa esperanza de alguna recuperación estacional en el año nuevo que revierta la tendencia. Si esta esperanza fracasa, como bien puede ocurrir, no me sorprendería ver un cierre de las bolsas de valores en

casi todos los países y una moratoria casi universal en el pago de las deudas existentes. ¿Pero entonces qué? A través de la falta de previsión e imaginación constructiva, a las autoridades financieras y políticas del mundo les ha faltado valentía o convicción en cada paso hacia la depresión para aplicar los remedios disponibles en dosis suficientemente radicales. Hasta ahora han permitido que el colapso llegue al punto en el que todo el sistema podría haber perdido su resiliencia y su capacidad de recuperación [Keynes, 1932g/1982: 39-41].

Si bien el autosabotaje del “pánico competitivo por obtener liquidez” ponía en peligro la estructura financiera, Keynes tenía la esperanza de que el abandono del patrón oro en Gran Bretaña desencadenara efectos positivos en el país y más allá. Primero, frenaría el descenso generalizado de los precios en Gran Bretaña y los territorios de la libra esterlina. Segundo, significaría dirigir la presión hacia países clave que mantenían una posición de acreedor neto mediante:

la puesta en marcha de fuerzas naturales que son absolutamente confiables para socavar y a la postre destruir, en el transcurso del tiempo, la posición acreedora de los dos principales países acreedores de oro [es decir, Francia y los Estados Unidos] [...] Erosionar la posición competitiva de las industrias exportadoras de estos países dorados será, en verdad, lo que estos mismos se buscaron, o, en todo caso, una forma de justicia poética. El resto del mundo les debe dinero. Se rehúsan a aceptar pagos en bienes, no los aceptan en bonos; ya han recibido todo el oro que hay. El acertijo que han impuesto al resto del mundo admite una única solución de manera lógica, a saber, que el resto de nosotros debemos encontrar alguna forma de prescindir de sus exportaciones. El recurso de reducir continuamente los precios mundiales fracasó, puesto que los precios bajaron por igual en todas partes. El recurso de la depreciación cambiaria respecto del oro tendrá éxito. Por lo tanto, se ha puesto en marcha un proceso que finalmente puede aliviar la presión deflacionaria. La pregunta es si habrá suficiente tiempo para que esto suceda antes de que la organización financiera y el sistema de crédito internacional se quiebren bajo la presión. Si se logra, en todo el mundo se abrirá el camino para una política concertada de expansión del capital y aumento de precios, que puede llamarse inflación en pocas palabras. La única solución alternativa que puedo concebir es la del impago generalizado de las deudas y la desaparición del sistema de crédito vigente, seguida de una reconstrucción sobre bases lo suficientemente nuevas [Keynes, 1932g/1982: 44-45].

Enseguida, Keynes modificó su conferencia de Hamburgo y la dictó dos veces en Cambridge en febrero de 1932. En la versión actualizada, ahondó en la “lucha competitiva por la liquidez” que se presentaba en el pánico financiero, al contrastar los razonamientos microeconómico y macroeconómico y proporcionar un contexto macroeconómico más global, ambos de gran relevancia para la interpretación de su *Teoría general* (en la que había comenzado a trabajar en 1931). Respecto de la lucha competitiva internacional por la liquidez, señala:

Tenemos aquí un ejemplo extremo de la falta de armonía entre intereses generales y particulares. Cada nación, en un esfuerzo por mejorar su posición relativa, toma medidas perjudiciales para la prosperidad absoluta de sus vecinos, y dado que su ejemplo no se limita a sí mismo, sufre más por medidas similares de sus vecinos de lo que gana por las propias. Prácticamente todos los remedios que hoy se recomiendan popularmente son de este carácter interno. Reducciones salariales competitivas, aranceles competitivos, liquidación competitiva de activos extranjeros, deflaciones monetarias competitivas, campañas económicas competitivas, contracciones competitivas de nuevos desarrollos... todos son con esta determinación de empobrecer al vecino. El capitalista moderno es un marinero de buen clima; tan pronto como se levanta una tormenta, abandona los deberes de la navegación e incluso hunde los barcos que podrían llevarlo a un lugar seguro en su afán por quitar a sus vecinos del camino para poder pasar él mismo. He hablado de campañas económicas competitivas y contracciones competitivas de nuevos desarrollos; quizás esto necesita una explicación menos breve. Una campaña económica, en mi opinión, es una operación para empobrecer al vecino, al igual que los aranceles competitivos o las reducciones salariales competitivas, que tal vez sean más obviamente de esta naturaleza. El gasto de una persona es el ingreso de otra. Así, siempre que nos abstengamos de gastar, aunque sin duda aumentamos nuestro propio margen, disminuimos el de otra persona, y si la práctica se sigue universalmente, a todos nos irá peor. Un individuo puede verse obligado por sus circunstancias particulares a reducir sus gastos normales, y nadie puede culparle. Pero que nadie suponga que está cumpliendo un deber público al comportarse de esa manera. Una persona, una institución o un organismo público que, de forma voluntaria e innecesaria, restringe o pospone un gasto que es claramente útil, está actuando en contra de la sociedad [Keynes, 1932h/1982: 52-53].¹⁰

¹⁰ Para nada viene al caso la crítica de Meltzer (1988) de que Keynes presenta un modelo de una economía cerrada en la *Teoría general*.

3. Destellos de optimismo para Gran Bretaña

En un artículo titulado “Reflexiones sobre el tipo de cambio de la libra esterlina”, publicado en abril de 1932, Keynes se percibe más esperanzado con respecto a la situación británica:

Es razonable tener la esperanza de que estemos saliendo de la fase de crisis financiera, al menos en lo que respecta a Gran Bretaña. Si se llegara a un acuerdo satisfactorio acerca de las reparaciones, a pesar de que el efecto inmediato en Europa Central resultaría decepcionante, sin duda esta fase habría terminado. Sin embargo, puede tomar una temporada larga de dinero ultra barato antes de que la fase de crisis industrial comience a desaparecer de una vez por todas [...] El riesgo real radica en que la recuperación suceda demasiado despacio; mientras que lo menos riesgoso sería una política audaz [Keynes, 1932f/1982: 79].

La agitación pública en Gran Bretaña en favor de dinero ultrabaratillo acompañado de inversión pública (en lugar de campañas de economía pública) continuó progresando junto con el trabajo de Keynes en la *Teoría general*. Los correos muestran que Keynes se volvió más optimista hacia fines de 1932. En noviembre de 1932 comenta: “todavía estamos en la fase en que las autoridades comienzan a convencerse de los remedios con un año de retraso y después de que hayan dejado de ser adecuados” (Keynes, 1932e). En diciembre de 1932, apunta: “bajo la superficie estoy seguro de que hay un movimiento general hacia una mejor economía” (Keynes, 1932c), y

lo más importante en lo que respecta al futuro es recordar que las recesiones se terminan en algún momento. Su fin no llega por una mejora sensacional de los males fundamentales de la situación, sino mediante un gradual desgaste de las fuerzas subyacentes de diversos tipos. La creencia (aunque tal vez creencia sea una palabra demasiado fuerte) de que fuerzas de este tipo están operando es lo que hace que mis pronósticos tiendan a ser un poco mejores de lo que indicarían los hechos [Keynes, 1932c].

4. El New Deal de los Estados Unidos

En los Estados Unidos, la Gran Depresión no alcanzó su punto más bajo sino hasta 1933, con un desempleo máximo de 25%. Frustrados con los

programas económicos del presidente Herbert Hoover, a fines de 1932 los estadunidenses habían electo como presidente al ex gobernador del estado de Nueva York, Franklin D. Roosevelt, quien había prometido activismo político y “experimentación audaz y persistente” durante su campaña.

El New Deal de Roosevelt no causó instantáneamente una gran impresión en Keynes. En una carta a Clive Baillieu del 17 de mayo de 1933, éste indica:

Respecto de la situación general, todavía me resulta extremadamente difícil tomar la situación estadunidense en serio. Si uno mantiene los ojos firmemente en los fundamentos, Roosevelt no ha hecho literalmente nada hasta ahora. De hecho, podría decirse que es menos que nada, ya que hasta la fecha sus iniciativas positivas son a fin de cuentas deflacionarias. Encima, aparte de las operaciones de mercado abierto, no se ven indicios de que vaya a emprender alguna medida positiva en el futuro próximo. No puedo evitar pensar que espera seguir adelante con su farsa [Keynes, 1933b].

Sin embargo, sus cartas al Servicio de Inteligencia Económica del verano de 1933 parecen más optimistas respecto de los resultados del compromiso de Roosevelt con las políticas inflacionarias y la recuperación.

A finales de 1933 y principios de 1934, Keynes redactó las famosas cartas en las que aconsejaba al presidente Roosevelt tomar medidas audaces sobre los gastos de capital. Hizo especial hincapié en cómo las políticas de dinero ultrabarato y la conversión del préstamo de guerra en Gran Bretaña tuvieron el efecto de disminuir las tasas de interés a largo plazo. Los Estados Unidos devaluaron el dólar de oro en enero de 1934, y establecieron la onza fina en 35 dólares como el nuevo precio del oro. Keynes vio una nueva oportunidad para bajar las tasas de interés a largo plazo. En un artículo titulado “¿Puede Estados Unidos usar el gasto para llegar a la recuperación?”, publicado en diciembre de 1934, responde:

¡Pues obviamente! Es mi primera reacción cuando me hago esta pregunta. Nadie con sentido común podría dudar de ello, a menos que un “buen” financiero o un economista “ortodoxo” le hubiera confundido primero. Producimos para vender. En otras palabras, producimos en respuesta al gasto. Es imposible suponer que podemos estimular la producción y el empleo evitando gastar. Por lo tanto, como he dicho, la respuesta es obvia [Keynes, 1934a: 334].

En su última carta al Servicio de Inteligencia en diciembre de 1934, Keynes se sentía “inclinado a ser un poco más optimista sobre las posibilidades de la primera mitad de 1935” (Keynes, 1934b). Respaldó con hechos lo que estuvo predicando. Aunque había sufrido grandes pérdidas en sus inversiones financieras privadas en el periodo previo al colapso de Wall Street y la Gran Depresión, especialmente en especulaciones de productos básicos que salieron mal, la riqueza privada de Keynes alcanzó su punto máximo en 1936, el año en que se publicó la *Teoría general*, en buena medida gracias a las inversiones concentradas en acciones británicas.

En conjunto, esta sección ha servido para establecer que Keynes puso mucha atención al desenvolvimiento de la economía durante la Gran Depresión. Sus propias inversiones, sus actividades relacionadas e intereses comerciales fueron una razón. Era conocido por empaparse con singular entusiasmo de las estadísticas económicas en general, lo que, sin duda, también nutrió e inspiró sus teorías. Keynes era consciente de que la crisis económica mundial era más profunda en los Estados Unidos y Alemania. Reconocía plenamente la importancia de la crisis bancaria en Estados Unidos. Distinguía igualmente la importancia de las relaciones internacionales entre deudores y acreedores en la crisis financiera internacional en su momento, las cuales tenían sus orígenes en el acuerdo de Versalles, contra el que se había pronunciado con furia, y en el patrón oro, que había acusado como una “reliquia bárbara” una década antes. ¿Exactamente cómo influyó todo esto en las teorías económicas que presentó en la *Teoría general*, las cuales habrían de “revolucionar” la economía y establecer la macroeconomía como una disciplina por mérito propio? La siguiente sección abordará esa pregunta central. La respuesta rápida es que, a pesar de la profunda comprensión de Keynes acerca de lo sucedido en los sistemas bancarios y financieros globales durante la Gran Depresión, estos problemas no se desarrollan o apenas se abordan en la *Teoría general*.

V. LA *TEORÍA GENERAL* Y SU PECULIAR OMISIÓN DE LA GRAN DEPRESIÓN

Suele asociarse a la *Teoría general* con los sucesos históricos de la Gran Depresión. Son creencias comunes que la Gran Depresión inspiró esta obra, la cual aseguró el triunfo de la “revolución keynesiana”, y que Keynes estaba elaborando una teoría sobre la “economía de la depresión” en su famoso

libro.¹¹ Más que nadie, Hicks (1937) sentó las bases y contribuyó a establecer la opinión de que la *Teoría general* era en realidad una teoría especial sobre las depresiones que podría encajar como guante ("sintetizarse") en la, aparentemente más universal, ortodoxia (neo)clásica.

Considero por mucho una equivocación pensar que Keynes estaba proponiendo una teoría sobre la Gran Depresión, así como juzgar a la *Teoría general* como un trabajo sobre economía de la depresión. Las secciones anteriores dejaron muy claro que Keynes estaba profundamente familiarizado con la crisis bancaria que caracterizó en esencia a la Gran Depresión. A pesar de ello, hizo un esfuerzo extraordinario en su obra más conocida por no utilizar la Gran Depresión como la calamidad específica o única que su teoría se proponía explicar. Esto queda especialmente de manifiesto porque en su *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* supone un acervo constante de dinero, una suposición que causó mucha controversia en sí misma y que, en mi opinión, fue muy mal entendida.

Bibow (2009) analiza siete razones que pueden explicar por qué Keynes utilizó el supuesto de un acervo constante de dinero (SACD) de manera apropiada en la *Teoría general*, puesto que el objetivo central del trabajo es analizar los factores que determinan el nivel de actividad en cualquier momento del tiempo.

Primero, el SACD sirve como un dispositivo analítico en la crítica de Keynes a la teoría cuantitativa del dinero. Si una reducción de la demanda efectiva deprime la actividad y provoca que los salarios y los precios caigan, los economistas clásicos contra los que Keynes se rebelaba simplemente atribuirían la caída de los precios a una cantidad de dinero descendente, si es que hubiera tal descenso. A través del SACD, se descarta el canal tradicional de la teoría cuantitativa del dinero y se destaca en cambio el papel de la demanda real y los salarios nominales en la determinación de los niveles de actividad y precios, respectivamente. Al mismo tiempo, como se muestra en el capítulo 19 de la *Teoría general*, el SACD introduce la posibilidad de un canal alternativo mediante el cual la disminución de los salarios monetarios puede llegar a aumentar la actividad económica, al menos indirectamente:

¹¹ Algunos también ven la Gran Depresión como un obsequio a Keynes para alcanzar la fama eterna: "aunque Keynes hizo mucho por la Gran Depresión, no es menos cierto que la Gran Depresión hizo mucho por él. Le dotó de provocación, drama, confirmación experimental. Entró en ella como el tipo de hombre del que cabría esperar que aceptara la *Teoría general* si se le explicaba. De sus antecedentes no se puede decir más. Antes de que terminara, había resurgido con el premio en la mano, el sistema de pensamiento por el que será recordado" (Paul Samuelson, citado en Stiglitz, 1966).

La reducción del costo salarial, acompañada de alguna reducción de los precios y de los ingresos monetarios en general, disminuirá la necesidad de efectivo para fines comerciales y de ingresos; por lo tanto, reducirá en la misma medida el esquema de preferencia por la liquidez para la comunidad en su conjunto. *Ceteris paribus*, esto disminuirá la tasa de interés y, en consecuencia, resultará favorable a la inversión [...] Por ende, aquellos que creen en la calidad autoajustable del sistema económico deben apoyar el peso de su argumento sobre el efecto de una caída de precios y salarios sobre la demanda de dinero [...] Si la cantidad de dinero es en sí misma una función de los niveles de precios y salarios, no hay nada que esperar en este sentido. No obstante, si la cantidad de dinero es virtualmente fija, es evidente que su cantidad medida en unidades de salario puede aumentarse indefinidamente mediante una reducción suficiente de los salarios nominales [Keynes, 1936a/1965: 263-266].

En segundo lugar, el supuesto de un acervo constante de dinero puede haber servido para algunas cuestiones tácticas, como sostiene Joan Robinson (1970: 82). Algunos críticos del *Tratado*, entre ellos Friedrich Hayek (1931; véase también Keynes, 1931p/1973: 249-251), afirmaron que los desequilibrios que Keynes analiza en el *Tratado* deben ser necesariamente el resultado del abandono de la neutralidad por parte del sistema bancario. Esta afirmación es diametralmente opuesta al objetivo de Keynes de mostrar que los desequilibrios también pueden originarse fuera del sistema bancario, mientras que éste puede, al menos potencialmente, asumir el papel de un “equilibrador” (como ya fue el caso en el *Tratado*). Quizá Keynes (1936b/1973: 183) esperaba que estos críticos tomaran el SACD como “dinero neutral”, sea esto lo que fuere.¹²

Tercero, el SACD simplifica el análisis de Keynes de varias formas. En comparación con el análisis bastante más complejo del *Tratado*, el SACD permite a Keynes concentrarse en la parte de los ingresos y gastos (exceso de ahorro), mientras que el exceso de depreciación, con el cual sus críticos tuvieron más dificultades, se vuelve “neutral”. El papel de la preferencia por la liquidez se aclara a la vez: en cualquier momento del tiempo, la tasa de

¹² El veredicto es que el SACD fue un error táctico —véanse Harcourt (1987), Kaldor (1983), Thirlwall (1983) y Tobin (1983)—. En una ruta constructiva, Hyman Minsky (1975/2008) desarrolló la visión de Keynes del capitalismo financiero en un mundo en el que los precios de los activos son inherentemente volátiles y los mercados financieros generan inestabilidad de manera endógena.

interés se establece al nivel en el que el deseo de liquidez extra se desvanece en el margen; un intento de obtener mayor liquidez cambia la tasa de interés de inmediato. Tener en cuenta el criterio de los bancos para responder al cambio en las preferencias de liquidez del público sólo complica el asunto, y los bancos pueden o no utilizar su criterio, como era el caso en el *Tratado*. La nueva versión corta del exceso de pesimismo simplifica su análisis sin distraer de la esencia de su teoría de demanda efectiva, a saber, lo que impulsa el sistema es el gasto, y en particular el gasto de inversión.

Cuarto, si bien la meta de simplificar puede haber sido un objetivo en sí mismo, el SACD también ayuda a resaltar otro punto analítico fundamental: se vuelve claro que, por ejemplo, un aumento en el nivel de actividad económica puede afectar las tasas de interés indirectamente por un simple cambio en los requisitos de la circulación industrial (el motivo de las transacciones) si el sistema bancario no amplía el fondo de liquidez en correspondencia. Es claro que este resultado no tendría nada que ver con una escasez de ahorro (Keynes, 1938/1973: 231). Más bien, demuestra que factores puramente monetarios condicionan el nivel de equilibrio de la actividad real. Y no sólo lo hacen en el nuevo y mayor nivel de actividad (tal vez impulsado por un aumento en la eficiencia marginal del capital), que es sostenible incluso a tasas de interés más altas, sino también en el nivel inicial de actividad económica. Esto implica que no existe un equilibrio único a largo plazo que sea independiente de la "política bancaria".¹³ Dicho de otra forma, el SACD representa una política bancaria específica, que podría ser diferente, y en cuyo caso lo más probable es que el equilibrio a largo plazo fuera diferente también.

En quinto lugar, puesto que la política bancaria incluye tanto las políticas de las autoridades como las de los bancos, el SACD tiene implicaciones fundamentales para la conducta de los bancos. Si en una recesión las empresas logran ajustar su endeudamiento con los bancos más o menos al paso de la contracción de su negocio, la magnitud de los saldos financieros de los bancos tendería a contraerse al mismo ritmo. Al menos esto ocurriría si los

¹³ En lo que parece ser un fragmento de las notas para su conferencia de 1932, Keynes habla de una "amplia clase de políticas monetarias posibles; de hecho, en todas o en la mayoría de ellas, la oferta total de dinero no está perversamente correlacionada con la demanda de dinero en la circulación de los activos, siendo una correlación perversa en este caso una tendencia de los primeros a cambiar en la misma dirección que los segundos y quizás a un ritmo más rápido" (Keynes, 1932b/1979: 55-56). El supuesto de un acervo constante de dinero representa cualquier política bancaria en la que "la oferta total de dinero no está perversamente correlacionada" —véase también Rymes (1998: 63-77)—.

bancos no hicieran otra cosa que adaptarse de manera pasiva a los diferentes requisitos de capital circulante de las empresas. El dinero entonces sería endógeno, puramente impulsado por la demanda crediticia, como el de la literatura poskeynesiana sobre “dinero endógeno” en la descripción de los bancos. Este tipo de banca pasiva rechazaría el efecto indirecto sobre las tasas de interés en su propio análisis, al que se hace referencia en la literatura como el “efecto Keynes” (Cottrell, 1994), que se exhibe en la cita anterior. En la *Teoría general* el dinero es exógeno debido al comportamiento bancario.

El contenido analítico del efecto Keynes es de especial interés, puesto que no hay necesidad de restringir su potencial únicamente en el caso de un cambio en los salarios nominales. El punto es mucho más general y se refiere a cambios, por cualquier motivo, en el tamaño del fondo de liquidez en relación con los niveles de actividad y precios. En el *Tratado* se habla sobre variaciones procíclicas en los requisitos de la circulación industrial; en la *Teoría general* reaparece la parte de los pasivos, es decir, ingresos y depósitos comerciales, encabezada por el motivo de demanda de dinero para transacciones. Las variaciones que corresponden al lado de los activos en los balances de los bancos se analizan con detalle en el *Tratado*, pero quedan implícitos en la *Teoría general*. El punto es que para que el acervo de dinero permanezca constante a pesar de que la demanda de capital de trabajo esté disminuyendo, por ejemplo, los bancos deben expandir sus actividades comerciales en otras direcciones. En específico, pueden decidir adquirir más inversiones, y reducir así la tasa a largo plazo. El SACD presupone un comportamiento bancario de este tipo, ya sea que las tasas de interés controladas por las autoridades se ajusten o no. Sería más apropiado que este canal en que las tasas de interés son impulsadas únicamente por los bancos se llamara el “mecanismo de Keynes”. En términos analíticos, el afán de lucro de los bancos es lo que echa a andar el mecanismo de Keynes, el cual presupone tanto un comportamiento ágil por parte de los bancos como una constancia en las preferencias de liquidez del público en general.

En sexto lugar, el SACD no fue simplemente una suposición arbitraria hecha por conveniencia analítica, sino que también tenía cierto respaldo empírico, de forma que lo mismo puede decirse del mecanismo de Keynes. La teoría de la preferencia por la liquidez en el comportamiento bancario se sostiene de las propias investigaciones empíricas de Keynes en el *Tratado* y en su previo *Breve tratado*.¹⁴

¹⁴ Véase el cuadro 1 en el anexo de Bibow (2009), que resume algunas características importantes

De hecho, mientras los bancos no se metan en problemas, ¿qué debería impedirles invertir en direcciones alternativas cuando sus clientes normales se están replegando?

Esto nos lleva a la séptima y última razón que analiza Bibow (2009) y que también es la más importante para los propósitos actuales: el SACD subraya y ejemplifica la universalidad de la *Teoría general*. Ésta no es una teoría de la depresión ni es una teoría del desastre. Es innegable que una política bancaria que mantenga constante el acervo de dinero cuando la economía entra en recesión no es el peor escenario posible. En especial, un acervo de dinero que no se contrae tiene poco que ver con los acontecimientos en los Estados Unidos durante la Gran Depresión; en cambio, sí tiene que ver con lo que Keynes observó en Gran Bretaña en esa época.¹⁵

El supuesto de un acervo constante de dinero implica que el sistema bancario probablemente no esté en grandes problemas, al menos todavía. Más bien se refiere a lo que podría considerarse una política bancaria más o menos neutral. Keynes utiliza esta política para analizar las fuentes potenciales de "alivio automático", y como alternativa frente a la opción de una "acción deliberada" más agresiva por parte de las autoridades monetarias. Es importante destacar que, aunque en la práctica es probable que se reduzcan las tasas de interés controladas por las autoridades, el mecanismo de Keynes podría funcionar para cualquier disposición de política monetaria con dinero exógeno causado por el comportamiento de los bancos.

Se hace patente también en otras secciones de la *Teoría general* que Keynes consideraba este trabajo precisamente como algo general y no como una obra específica sobre las depresiones y los desastres. Por ejemplo, en los capítulos 13 y 15, Keynes presenta su teoría del interés y la preferencia por la liquidez como un remplazo de las teorías de interés clásicas y de fondos

del periodo de la trilogía monetaria de Keynes y muestra el aumento en las carteras de valores de los bancos de la década de 1930 (en línea con su *Teoría general*), además de variaciones significativas en la composición de activos bancarios, como ya se observó en el *Tratado* y el *Breve tratado* —véanse también Nevin (1955), Nevin y Davis (1970) y Feavearyear (1931/1963)—.

¹⁵ Aparte de malinterpretar en general la teoría de la preferencia por la liquidez, la denuncia de Leijonhufvud (1981: 166-167, nota 50) sobre las bancarrotas generalizadas entre los bancos también está lejos de ser acertada. Como se vio en los párrafos anteriores, Keynes estaba plenamente consciente de las diferencias entre el desarrollo bancario en los Estados Unidos y en el Reino Unido, donde la oferta monetaria cayó continuamente durante el periodo deflacionario de 1920 a 1925, y luego creció lentamente hasta 1930. Después de una pequeña disminución en 1931, el dinero aumentó más rápido en el Reino Unido durante el resto de la década de los treinta (Howson, 1975; Friedman y Schwartz, 1982).

prestables, que eran erróneas. Sólo dedica un párrafo para analizar los extremos:

Los ejemplos más impresionantes de un desmoronamiento total de la estabilidad de la tasa de interés, debido al aplanamiento de la función de liquidez en una dirección u otra, se han producido en circunstancias sumamente anormales. En Rusia y Europa Central después de la guerra se vivió una crisis monetaria o una fuga de la moneda, cuando no se pudo convencer a nadie de conservar dinero en efectivo o deudas bajo ninguna condición, e incluso una tasa de interés alta y en aumento fue incapaz de seguir el ritmo de la eficiencia marginal del capital (especialmente de las existencias de bienes líquidos) debido a la influencia que tenía la expectativa de una caída aún mayor del valor del dinero. Mientras tanto, en los Estados Unidos en determinadas fechas de 1932, hubo una crisis de índole opuesta, una crisis financiera o crisis de liquidación, cuando no se podía convencer a casi nadie de desprenderse de su dinero bajo ninguna condición razonable [Keynes, 1936a/1965: 207-208].

De igual manera, los argumentos principales de Keynes tienen un carácter general en el capítulo 17, donde explora las características del dinero que hacen que la tasa de interés monetaria “gobierne el gallinero”: primero, la producción de dinero (bancario) moderno no tiene efectos directos sobre el empleo, sino que sólo tiene un efecto mediante las condiciones financieras, mientras que, en segundo lugar, para el deseo de liquidez, que depende de la confianza, de las expectativas y de circunstancias variables, el dinero es como un “pozo sin fondo para el poder adquisitivo”, y no sólo en el caso extremo de un “pánico competitivo por la liquidez”, sino que en cualquier momento es el factor determinante sobre la prima de liquidez y, por lo tanto, de la tasa de interés monetaria. Keynes concluye ese capítulo con el rechazo al concepto de tasa natural de Wicksell: “Ya no considero que el concepto de una tasa de interés ‘natural’, que antes me parecía una idea muy prometedora, tenga algo muy útil o significativo para contribuir a nuestro análisis” [Keynes, 1936a/1965: 243].

Gracias al descubrimiento del principio de demanda efectiva, Keynes llega a la conclusión de que la teoría neoclásica sólo aplica y tiene validez en condiciones de pleno empleo, que no representan más que un caso especial y que no se logran automáticamente mediante el funcionamiento de las fuerzas del mercado. No existe entonces una posición única a largo

plazo, sino una multiplicidad de tasas naturales. Cada tasa natural, si la tasa del mercado se ajusta a ella y en determinadas condiciones, mantendría el nivel de actividad a alguna tasa prevaleciente, a cualquiera que sea “la tasa de interés que preserve el *statu quo*” (Keynes, 1936a/1965: 243). El sistema no puede estar en equilibrio si la tasa de mercado se encuentra por debajo de la tasa natural que corresponde al pleno empleo, es decir, la tasa neutral. En ese caso se suscitaría un estado de verdadera inflación. Sin embargo, la tasa de mercado bien puede estar en equilibrio por encima de la tasa neutral, en ese caso el sistema quedaría atrapado en un “equilibrio de desempleo”, con una flexibilidad a la baja de los salarios monetarios (como se analiza en el capítulo 19), lo cual no ofrece solución alguna, pero sí expone al riesgo de deflación y, por lo tanto, de eventos desastrosos, como sucedió durante la Gran Depresión.

Todo esto plantea el enigma de cómo terminó la profesión económica empecinada en que la *Teoría general* de Keynes trataba sobre la Gran Depresión, una teoría especial de la economía de la depresión que puede ser ignorada a menos que surja otra crisis financiera global, pues sólo entonces sería necesario darle una desempolvada ¡y temporal, no menos!

VI. DE FISHER Y PIGOU AL PRESIDENTE BERNANKE, Y DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES AL (RE)NACIMIENTO DE LA TEORÍA MONETARIA DEL INTERÉS

El primer punto a establecer es que la *Teoría general* de Keynes en realidad adopta un enfoque diametralmente opuesto a las contribuciones de Irving Fisher en la misma época. El ensayo seminal de Fisher (1933a/1999) titulado “La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones” sí es de manera declarada una teoría especial cuyo propósito es explicar incidentes como los ocurridos en los Estados Unidos durante la Gran Depresión.¹⁶

La famosa “paradoja” de Fisher (1933a/1999) profundiza en el tema de las macrorrepercusiones del sobreendeudamiento y los intentos colectivos de desapalancamiento, lo cual constituye un aspecto de lo que Keynes acuñó en 1932 como un “pánico competitivo por obtener liquidez”. Según Fisher

¹⁶ Véanse también Fisher (1932) y el capítulo 7 “Auges y depresiones” en Fisher (1935), así como Dimand (1994 y 1995) y Pavanelli (2003).

(1933b: 197), “se incrementa el esfuerzo que hacen los individuos para reducir el peso de la deuda debido al efecto colosal de la estampida que se da para liquidar, a como dé lugar, cada dólar que se debe. Entonces viene la paradoja que, creo, es el mayor de los secretos de casi todas las depresiones: entre más pagan los deudores, más deben”. Si bien la paradoja de Fisher merece resaltarse, podría decirse que su análisis sobre la banca en este contexto sigue las pautas burdas de pensamiento de la teoría cuantitativa, y es inferior a la evaluación más minuciosa de Keynes.¹⁷

Sin embargo, no cabe duda de que las lúcidas reflexiones de Fisher sobre la deflación de la deuda son mucho más favorables que la reacción más común a la *Teoría general* de Keynes, que comenzó con Arthur Pigou y llegó a conocerse como el “efecto Pigou” —o “efecto de saldos reales”, véase Patinkin (1948)—. No vale la pena perder el tiempo aquí en la locura que Keynes bien describió en 1944 como una idea “en verdad demasiado fantástica para las palabras y que apenas merece discutirse” (citado en Patinkin, 1982).¹⁸

El oportunismo político convenció a Milton Friedman de proclamar en voz fuerte y clara que el “efecto” de saldos reales había demostrado que Keynes estaba teóricamente equivocado (Friedman, 1968 y 1971),¹⁹ al tiempo que reconocía en voz apenas audible: “Existe mucha controversia sobre la importancia empírica de este efecto. Personalmente lo considero menor” (Friedman, 1997: 16). Es demasiado sospechoso que el adalid del monetarismo y coautor de “Historia monetaria de los Estados Unidos”, junto con Anna Schwartz, tenga que alabar la utilidad teórica de un modelo en el que la deflación es una fuerza estabilizadora. Friedman y Schwartz (1963) acusaron en gran medida a la Reserva Federal de causar la Gran Depresión y las quiebras bancarias generalizadas mediante la fuerte contracción de la cantidad de dinero en los Estados Unidos. Puede responsabilizarse a la Reserva Federal por permitir que ocurriera la deflación, pero de alguna manera, al

¹⁷ Parece que también las prescripciones de política de Fisher (1933a/1999: 199) siguen las ideas ingenuas de la teoría cuantitativa: “siempre será económicamente posible detener o evitar una depresión como ésta tan sólo con una inflación del nivel de precios hasta alcanzar el nivel promedio al que los deudores contrataron las deudas pendientes y que asumieron los acreedores”.

¹⁸ Greenwald y Stiglitz (1993: 36) lo expresan de modo amable cuando escriben: “La enorme atención que ha recibido el efecto de saldos reales a lo largo de los años difícilmente habla bien de la profesión”—véase también Tobin (1980)—.

¹⁹ “Estos desarrollos teóricos [...] lograron socavar la principal proposición teórica de Keynes, que incluso en un mundo de precios flexibles, podría no existir una posición de equilibrio de pleno empleo. De ahí en adelante, el desempleo tuvo que explicarse una vez más por rigideces o imperfecciones, y no como el resultado natural de un proceso de mercado en operación plena” (Friedman, 1968: 2-3).

menos en algún modelo (técnicamente un modelo que no incluya un sistema bancario), la deflación tiene la capacidad de estabilizar el empleo.

Friedman también declaró que Keynes se equivocaba al negar el vasto poder de la política monetaria, puesto que la negligencia de la Reserva Federal durante la Gran Depresión demostraba, en su opinión, lo poderoso que es realmente el banco central:

las autoridades monetarias de los Estados Unidos efectuaron políticas altamente deflacionarias. La cantidad de dinero en el país se redujo en un tercio en el periodo de la contracción [...] Cayó porque el Sistema de la Reserva Federal obligó o permitió una fuerte reducción de la base monetaria, porque no cumplió con sus responsabilidades, como se le asignaron en la Ley de la Reserva Federal, de proporcionar liquidez al sistema bancario. La Gran Contracción es un testimonio trágico del poder de la política monetaria, y no, como creían Keynes y muchos de sus contemporáneos, una prueba de su impotencia [Friedman, 1968: 3].

Es por demás obvio que Friedman está luchando aquí contra molinos de viento. Keynes también condenó a las autoridades monetarias por permitir la catástrofe (aunque su diagnóstico es algo más complejo al resaltar también el papel del sistema monetario internacional). Lo que Keynes cuestionó fue la efectividad de la política monetaria una vez que la situación llega a un nivel de deterioro como el de principios de la década de los treinta. En opinión de Keynes, en tales condiciones la inversión pública financiada con deuda tenía que acudir al rescate. Consideró que el New Deal y las medidas complementarias de la Reserva Federal eran demasiado cohibidos para restaurar el pleno empleo. Desde luego, la historia le dio la razón a Keynes: mientras que los esfuerzos de Hitler por el rearme y la construcción de la red carretera *Autobahn* trajeron el pleno empleo a la Alemania nazi, los Estados Unidos necesitaron la segunda Guerra Mundial para restaurarlo (Brown, 1956; Romer, 1992). Keynes (1940/1978: 158) caviló: “Parece políticamente imposible para una democracia capitalista establecer un gasto a la escala necesaria para realizar el grandioso experimento que probaría mi hipótesis, excepto en condiciones de guerra”.

Es una gran pérdida de tiempo incluso considerar una discusión de los giros y las vueltas que condujeron al pensamiento macroeconómico dominante desde el monetarismo de Friedman hasta los modernos modelos de equilibrio general dinámico estocástico “neokeynesianos” (Romer, 2016;

Rogers, 2018a y 2018b; Stiglitz, 2018). Willem Buiter (a quien me hubiera gustado ver llevando este veredicto a la práctica cuando asistí a su curso de macroeconomía avanzada en Cambridge en 1994) resume el resultado de manera muy acertada: “En efecto, la formación típica en macroeconomía y economía monetaria impartida en universidades angloamericanas durante más o menos los últimos 30 años puede haber retrasado por décadas la investigación seria sobre el comportamiento económico agregado y la comprensión de la política económica. Se trata de una costosa pérdida de tiempo y otros recursos a nivel privado y social” (Buiter, 2009).

Lo cual nos lleva a Bernanke, el banquero central neokeynesiano que tuvo que poner toda la teoría en acción cuando sobrevino la crisis financiera mundial, casi 80 años después de la Gran Depresión.

Como economista neoclásico conservador, Bernanke probablemente estaba predispuesto a caer en el monetarismo de Friedman. Sin embargo, su propia investigación sobre la Gran Depresión le enseñó que había más sobre el desastre de lo que la teoría cuantitativa a la Friedman y Schwartz permitía entender. Su artículo titulado “Efectos no monetarios de la crisis financiera en la propagación de la Gran Depresión” (Bernanke, 1983) y otros trabajos relacionados (Bernanke, 1995 y 2004; Bernanke y Gertler, 1990 y 1995; Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999) destacan cómo un sistema financiero fracturado puede amplificar los efectos reales de la deflación. Curiosamente, la hipótesis del “acelerador financiero” hace hincapié en los efectos del balance financiero y de las garantías, y en líneas generales sigue la línea de argumentación de Keynes sobre cómo los márgenes se habían agotado y cómo, al principio, habían restringido los préstamos, mientras que más adelante, cuando las cosas se pusieron feas, contribuyeron a las fuerzas que impulsaban el pánico competitivo por la liquidez de manera colectiva, el cual aumentaba el riesgo de colapsar todo el sistema financiero y profundizar aún más la depresión en la que se encontraba la economía.

A principios de la década del 2000, Bernanke (2002a y 2003) había asesorado al Banco de Japón sobre cómo experimentar con políticas monetarias no convencionales para combatir la deflación (leve) de Japón con una política fiscal expansiva totalmente “monetizada” por el banco central; por este consejo se ganó el apodo de “Ben, el Helicóptero”. A partir de 2008 el presidente Bernanke tuvo su propia oportunidad de aplicar políticas monetarias no convencionales cuando estuvo al mando de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Está fuera de los alcances de este documento evaluar a cabalidad a quién debería otorgarse el mérito de las medidas agresivas del banco central en la crisis moderna: Bagehot, Fisher, Keynes o Friedman. Antes de los hechos, Bernanke parecía favorecer a Friedman, al declarar en honor a los 90 años de Friedman: “Respecto a la Gran Depresión, tienes razón. Lo hicimos. Lo sentimos mucho. Pero gracias a ti, no lo volveremos a hacer” (Bernanke, 2002b). Curiosamente, Bernanke también apuntó a que la expansión o flexibilización cuantitativa (QE por sus siglas en inglés) no funciona en teoría, aunque sí parece funcionar en la práctica —véase Berkowitz (2014)—, una observación que plantea la pregunta de qué teoría se estaba consultando respecto de la QE (Bernanke parece implicar que era el monetarismo).

En mi opinión, el mérito por la medida de préstamo inmediato de último recurso en el pánico tiene que ser para Walter Bagehot (1873), quizás en empate con Henry Thornton (1802).²⁰ En cuanto a la eficacia de la flexibilidad cuantitativa, Keynes hubiera exclamado ¡te lo dije! Él ya había aconsejado comprar valores a largo plazo en el mercado abierto a ultranza y hasta el punto de saturación de la liquidez, y lo había hecho desde su *Tratado sobre el dinero*, cuando todavía se aferraba al concepto de tasa natural wickselliana. En su *Teoría general*, la teoría del interés y la preferencia por la liquidez remplazó en su razonamiento a cualquier remanente de la teoría de los fondos prestables. En especial, la tasa de interés ya no estaba sujeta únicamente a esas infames “fuerzas reales de la productividad y el ahorro”, sino que ahora se presentaba como un fenómeno puramente monetario. Las condiciones financieras, determinadas en el sistema financiero bajo la guía de la autoridad monetaria, configuran nuestras realidades económicas. Al fin llegaba la teoría monetaria de la producción que Keynes describió en su Homenaje a Arthur Spiethoff en 1933.

A decir verdad, los “neokeynesianos” de hoy (incluido Bernanke) todavía no han advertido, sin mencionar a los empedernidos de la teoría del ciclo económico real, que siguen perplejos preguntándose por qué la expansión cuantitativa parece funcionar en la práctica. El ejercicio de la política ha cambiado, pero la teoría no. Los bancos centrales modernos no vuelan en

²⁰ Mehrling (2011) ofrece un relato lúcido de la expansión moderna del principio de Bagehot para incluir la “creación de un mercado de última instancia”. Véanse también Goodhart (1999) y Goodhart e Illing (2002).

piloto automático, como desearía Friedman. Operan a discreción, aunque su sistema de navegación carece de fundamentos teóricos sólidos. Los neokeynesianos son en esencia neowicksellianos (Woodford, 2003) y fieles creyentes de la teoría de los fondos prestables, que Keynes diagnosticó como equivocada. Bernanke (2005) coincide con Friedman y la corriente dominante neoclásica en general acerca de los fondos prestables; dejó muy clara su postura sobre los fondos prestables en su famosa hipótesis del “exceso de ahorro global”, basada en la visión ancestral de la “inversión financiada con ahorro” en un entorno global.

Les debemos a los investigadores del Banco de Pagos Internacionales (BPI) (a Claudio Borio, en particular) la posibilidad de poner hoy en tela de juicio la teoría de los fondos prestables entre los funcionarios de la banca central. Con suerte, al final esta crítica alcanzará también al menos a algunos economistas en la academia. Borio y Disyatat (2011) refutan de manera contundente el razonamiento erróneo en el que se apoya la hipótesis del exceso de ahorro global. En un artículo reciente que amplía investigaciones previas del BPI (Drehmann, Borio y Tsatsaronis, 2012; Borio, 2014; Juselius, Borio, Disyatat y Drehmann, 2017; Rungcharoenkitkul, Borio y Disyatat, 2019b) sobre la noción de un “ciclo financiero” impulsado por ciertos elementos de política monetaria y financiera, Rungcharoenkitkul, Borio y Disyatat (2019a) presentan un modelo de economía basado en las finanzas en que no existe una tasa de interés natural bien definida hacia la cual pueda gravitar la economía. La política monetaria no es neutral, ya que la política de la tasa de interés funciona como un ancla para la economía real. Su teoría tiene un toque austriaco distintivo, pues se centra en los riesgos de que se anuden varias desproporciones en los saldos debido a un exceso de políticas monetarias expansivas, aunque formalmente reconocen a Keynes como la fuente de su propuesta de teoría monetaria del interés. Debido a que su teoría cuenta con bancos creadores de crédito mas no con un mercado de bonos, se trata en esencia de una teoría de política monetaria del interés que se asemeja en cierta medida a las teorías poskeynesianas de política monetaria y banca con dinero endógeno (Moore, 1988). Los investigadores del BPI reafirman la parte destructiva de la crítica de Keynes, es decir, el rechazo de la teoría de los fondos prestables, y dan un paso importante hacia la incorporación de su parte constructiva: la teoría de la preferencia por la liquidez.

Es posible que hayamos vuelto adonde empezamos (casi) justo a tiempo, antes de que estalle la próxima gran crisis financiera. ¿Se necesitará otra catás-

trofeo de proporciones colosales para finalmente hacerle entender a la corriente macroeconómica dominante el hecho de que la *Teoría general* de Keynes no es valiosa sólo cuando la casa está en llamas?

VII. CONCLUSIÓN

Siguiendo el tema de la conferencia de Roma, “Inestabilidad financiera, perturbaciones del mercado y macroeconomía: lecciones de la historia económica y la historia del pensamiento económico”, la presente contribución examinó los escritos de Keynes desde 1913 hasta 1936 con el fin de destilar la evolución de sus perspectivas sobre la inestabilidad financiera. Se dio un tratamiento especial a los escritos y los análisis de Keynes durante la Gran Depresión, lo cual develó una habitual (mala) interpretación de la *Teoría general* como un estudio de la economía durante las depresiones.

Keynes mostró una gran preocupación por las inestabilidades financieras desde su primer trabajo monetario, *Moneda y finanzas de la India*. En cuanto a la situación bancaria en la India, destacó como posibles fuentes de vulnerabilidad la etapa temprana de su desarrollo, su forma de regulación y la ausencia de un banco central. Desde sus inicios, Keynes supo valorar la importancia de un banco central y defendió firmemente el principio de Bagehot (Keynes, 1926a/1981). En *Las consecuencias económicas de la paz*, otorgó un lugar central a las relaciones internacionales entre deudores y acreedores, así como a los desequilibrios globales. A pesar de resaltar la función vital de la estabilidad de precios e investigar la devastación causada por las inflaciones y deflaciones en su *Tratado sobre la reforma monetaria*, en este libro no abordó la estructura financiera. De manera similar, la fortaleza de su *Tratado sobre el dinero* está en los detalles de la estructura financiera y la conducta de los bancos, con lo que la obra es un estudio sobre ciclos económicos (normales), más que sobre economía durante una crisis. En muchos sentidos, la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* se remonta aún más a lo básico, centrándose de lleno en lo que determina el nivel de empleo en cualquier momento dado, mientras que los detalles institucionales financieros y el comportamiento bancario se quedan en gran medida operando tras bambalinas.

Lo que en realidad brinda pruebas concretas sobre la profunda comprensión de Keynes de los problemas bancarios y financieros existentes en ese

momento son sus escritos de principios de la década de los treinta, en especial los relacionados con sus visitas a los Estados Unidos en 1931 y a Alemania en 1932. Con base en sus exploraciones sobre el dinero bancario y el comportamiento bancario en el *Tratado*, Keynes sacó a relucir la claridad con la que entendía cómo la deuda, la banca y la deflación interactúan en un “pánico competitivo [global] por obtener liquidez” que puede arruinar la estructura financiera y mucho más.

Dichas tribulaciones fueron parte del trasfondo que orientó las teorías de Keynes mientras transitaba hacia su última obra monetaria importante: la *Teoría general*. Debido a los acontecimientos que se suscitaban, la baja probabilidad de que la deflación general fuera capaz de estabilizar economías equipadas con un sistema bancario se volvió demasiado obvia para ser ignorada en ese momento. La nueva macroeconomía de la *Teoría general* se apoyó en que hay conductas que pueden ser racionales y efectivas para actores individuales o pequeñas unidades, pero que tienen el potencial para convertirse en desestabilizadoras feroces cuando se adoptan de manera colectiva.

Sin embargo, la obra no tiene como objetivo específico explicar la Gran Depresión, o desastres comparables. La *Teoría general* no es un ejercicio de economía de la depresión. Ni remotamente. Su objetivo es explicar el funcionamiento normal de las “economías de producción monetaria”, es decir, el mundo en el que vivimos en realidad, a diferencia de las “economías reales” imaginarias que todavía hoy ocupan a la corriente dominante neoclásica. El escenario de un “pánico competitivo por obtener liquidez” representa sólo una posibilidad extrema de la teoría de la preferencia por la liquidez. La teoría se refiere a la idea general de que las condiciones financieras, puesto que están determinadas por el sistema financiero con la guía de la autoridad monetaria, están dando forma a las realidades económicas, y no cualquier fuerza real que proporcione anclas para el sistema que son determinadas de manera única, siendo las finanzas un mero reflejo de esa realidad económica.

Incluso en nuestros días, más de 80 años después, la corriente dominante neoclásica no ha terminado de entender el propósito real de la economía monetaria. Ésta fue la tarea que se propuso Keynes en su contribución de 1933 en el Homenaje a Arthur Spiethoff. El ejercicio de la política ha cambiado, puede verse particularmente en que la respuesta a la crisis de 2007-2009 fue muy diferente de la respuesta a la Gran Depresión. Pero la teoría no ha cambiado. Pareciera entonces que el ejercicio de la política moderna carece de fundamentos teóricos sólidos. Salvo por un posible rayo de espe-

ranza en Basilea, en el banco internacional que Keynes salvó del cierre en Bretton Woods (Steil, 2013).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market.* Nueva York: Scribner, Armstrong & Co.
- Berkowitz, B. (2014). Bernanke cracks wise: The best QE joke ever! *CNBC.* Recuperado de: <https://www.cnbc.com/2014/01/16/bernanke-cracks-wise-the-best-qe-jokeever.html>
- Bernanke, B. S. (1983). Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73(3), 257-276.
- Bernanke, B. S. (1995). The macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(1), 1-28.
- Bernanke, B. S. (2002a). Deflation: Making sure “it” does not happen here. Remarks before the National Economists Club. Board of Governors of the Federal Reserve System. Recuperado de: <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021121/default.html>
- Bernanke, B. S. (2002b). On Milton Friedman’s ninetieth birthday. Remarks at the Conference to Honor Milton Friedman. Universidad de Chicago. Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/>
- Bernanke, B. S. (2003). Some thoughts on monetary policy in Japan. Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the Japan Society of Monetary Economics. Board of Governors of the Federal Reserve System. Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531/>
- Bernanke, B. S. (2004). *Essays on the Great Depression.* Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B. S. (2005). The global saving glut and the U. S. current account deficit. Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture. Virginia Association of Economists. Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- Bernanke, B. S., Gertler, M., y Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator

- in a quantitative business cycle framework. En J. B. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics* (vol. 1). Ámsterdam: Elsevier Science.
- Bernanke, B. S., y Gertler, M. (1990). Financial fragility and economic performance. *Quarterly Journal of Economics*, 105(1), 87-114.
- Bernanke, B. S., y Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bibow, J. (2000). The loanable funds fallacy in retrospect. *History of Political Economy*, 32(4), 789-831.
- Bibow, J. (2009). *Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty: Liquidity Preference Theory and the Global Financial Crisis*. Londres: Routledge.
- Bibow, J. (2018). How Germany's anti-Keynesianism has brought Europe to its knees. *International Review of Applied Economics*, 32(5), 569-588.
- Bibow, J. (2019). *Evolving International Monetary and Financial Architecture and the Development Challenge: A Liquidity Preference Theoretical Perspective* (working paper núm. 935). Nueva York: Levy Economics Institute of Bard College.
- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking and Finance*, 45(C), 182-198.
- Borio, C., y Disyatat, P. (2011). *Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?* (BIS working paper núm. 346). Basilea: BPI.
- Brown, E. C. (1956). Fiscal policy in the thirties: A reappraisal. *American Economic Review*, 46(5), 857-879.
- Buiter, W. H. (2009). The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics. *VoxEU*. Recuperado de: <https://voxeu.org/article/macroeconomicscrisis-irrelevance>
- Carabelli, A., y Cedrini, M. A. (2013). Keynes, the Great Depression, and international economic relations. *History of Economic Ideas*, 22(3), 105-135.
- Cocco, M. de (1974). *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890-1931*. Oxford: Basil Blackwell.
- Cottrell, M. (1994). Post-Keynesian monetary economics. *Cambridge Journal of Economics*, 18(6), 587-605.
- Dimand, R. W. (1994). Irving Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Review Social Economy*, 52(1), 92-107.
- Dimand, R. W. (1995). Irving Fisher, J. M. Keynes and the Transition

- to Modern Macroeconomics. En A. F. Cottrell y M. S. Lawlor (eds.), *New Perspectives on Keynes, Annual Supplement to History of Political Economy*. Durham: Duke University Press.
- Drehmann, M., Borio, C., y Tsatsaronis, K. (2012). *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!* (BIS working paper núm. 380). Basilea: BPI.
- Feavearyear, A. E. (1931/1963). *The Pound Sterling*. Oxford: Oxford University Press.
- Fisher, I. (1929). Comment in a speech at the monthly dinner of the Purchasing Agents Association at the Builders Exchange Club. *New York Times*.
- Fisher, I. (1932). *Booms & Depressions: Some First Principles*. Nueva York: Adelphi.
- Fisher, I. (1933a/1999). La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones (trad. de L. Medina Ortega). *Problemas del Desarrollo*, 30(119), 189-210. Recuperado de: <https://probdes.iiec.unam.mx/index.php/pde/article/view/28159/25992>
- Fisher, I. (1933b). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4), 337-357.
- Fisher, I. (1935). *100% Money*. Nueva York: Adelphi.
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 58(1), 1-17.
- Friedman, M. (1971). *A Theoretical Framework for Monetary Analysis* (NBER occasional paper núm. 112). Cambridge, Mass.: NBER.
- Friedman, M. (1997). John Maynard Keynes. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 83(2), 1-23.
- Friedman, M., y Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M., y Schwartz, A. J. (1982). *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Goodhart, C. A. E. (1999). Myths about the lender of last resort. *International Finance*, 2(3), 339-360.
- Goodhart, C. A. E., e Illing, G. (2002). *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort; A Reader*. Oxford: Oxford University Press.
- Greenwald, B. E., y Stiglitz, J. E. (1993). New and Old Keynesians. *Journal of Economic Perspectives*, 7(1), 23-44.
- Harcourt, G. C. (1987). The legacy of Keynes: Theoretical methods and

- unfinished business. En C. Sardoni (ed.), *On Political Economists and Modern Political Economy*. Londres: Routledge.
- Hayek, F. A. von (1931). Reflections on the pure theory of money of Mr. J. M. Keynes. *Economica*, XI(33), 270-295.
- Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the 'Classics': A suggested interpretation. *Econometrica*, 5(2), 147-159.
- Howson, S. (1975). *Domestic Monetary Management in Britain 1919-38*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Juselius, M., Borio, C., Disyatat, P., y Drehmann, M. (2017). Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates. *International Journal of Central Banking*, 13(3), 55-89.
- Kaldor, N. (1983). Keynesian economics after fifty years. En G. D. N. Worswick y J. A. Trevithick (eds.), *Keynes and the Modern World*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Keynes, J. M. (1913/1971). Indian currency and finance. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 1). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1919a/1987). *Las consecuencias económicas de la paz* (trad. de J. Uña). Barcelona: Crítica.
- Keynes, J. M. (1919b/1971). The economic consequences of the peace. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 2). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1923/1971). A tract on monetary reform. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 4). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1925/1972). The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 9). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1926a/1981). Bagehot's Lombard Street. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 19). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1926b). The end of reparations. *The Nation and Athenaeum*, 11 de septiembre.
- Keynes, J. M. (1927). *Memorandum by Mr. J. M. Keynes for Board Meeting* (Keynes Papers: NM/2/1/154-8).
- Keynes, J. M. (1928a/1973). Is there inflation in the United States. The

- economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 13). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1928b). *Memorandum on the American Situation* (Keynes Papers: NM/2/2/29-34).
- Keynes, J. M. (1929). *Untitled Memorandum* (Keynes Papers: NM/2/3/14-16).
- Keynes, J. M. (1930a/1971). A Treatise on Money—The Applied Theory of Money. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 6). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1930b/1971). A Treatise on Money—The Pure Theory of Money. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 5). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1930c/2009). La gran crisis de 1930 (trad. de M. J. Rubín y M. Rapoport). *Ciclos*, 18(35-36), 4-11. Recuperado de: http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/ciclos/ciclos_v18_n35-36_01.pdf
- Keynes, J. M. (1930d). *Letter to Walter Case* (Keynes Papers: BM/2/39).
- Keynes, J. M. (1930e/1981). Minutes of Evidence—Committee on Finance and Industry. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1930f). The economic possibilities of our grandchildren. *The Nation and Athenaeum*, 11 y 18 de octubre.
- Keynes, J. M. (1930g/1981). The future of the rate of interest: Prospects of the bond market. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1930h/1978). The great slump of 1930 (two parts). The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 9). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1930i). *The Position in Great Britain. Economic Intelligence Service* (Keynes Papers: BM/2/5-11).
- Keynes, J. M. (1930j). *Untitled Letter. Economic Intelligence Service* (Keynes Papers: BM/2/5/24-26).

- Keynes, J. M. (1931a/1981). Discussion leader at Harris Foundation Roundtable, July 1. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931b/1981). Do we want prices to rise? Lecture at the New School for Social Research, New York, June 15. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931c/1981). Economic Advisory Council: A note on economic conditions in the United States. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931d). *February Letter. Economic Intelligence Service* (Keynes Papers: BM/5/74-76).
- Keynes, J. M. (1931e). *July 1931 Letter. Economic Intelligence Service* (Keynes Papers: BM/5/98-104).
- Keynes, J. M. (1931f). *June Letter. Economic Intelligence Service* (Keynes Papers: BM/5/95-97).
- Keynes, J. M. (1931g). *May Letter. Economic Intelligence Service* (Keynes Papers: BM/5/90-94).
- Keynes, J. M. (1931h/1981). Letter to D. Lloyd George, October 1. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931i/1981). Letter to Hubert Henderson, June 22. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931j/1981). Letter to J. R. MacDonald, September 30. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931k/1981). Letter to O. T. Falk, September 18. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.

- Keynes, J. M. (1931l/1981). Letter to R. F. Kahn, August 13. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931m/1982). Letter to Walter Case, November 2. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 21). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931n/1972). The consequences to the banks of the collapse of money values. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 9). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931o/1973). The originating causes of world-unemployment. Lecture 1, delivered at the Harris Foundation, Chicago, June. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 17). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931p/1973). The pure theory of money. A reply to Hayek. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 13). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931q/1973). The road to recovery. Lecture 3, delivered at the Harris Foundation, Chicago, June. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 13). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1931r/1981). What can we do to make prices rise? Lecture delivered at the New School for Social Research, New York, June 18. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1932a/1978). An end of reparations? The New Statesman and Nation, January 16. The economic consequences of Mr. Churchill. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 18). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1932b/1979). Fragment, November 14. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 29). Londres: MacMillan.

- Keynes, J. M. (1932c). *Letter to C. L. Baillieu* (Keynes Papers: BM/1/36).
- Keynes, J. M. (1932d). *Letter to C. L. Baillieu* (Keynes Papers: BM/1/38).
- Keynes, J. M. (1932e). *Letter to W. S. Robinson* (Keynes Papers: BM/1/28).
- Keynes, J. M. (1932f/1982). Reflections on the sterling exchange. Lloyds Bank Monthly Review, April. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 20). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1932g/1982). The economic prospects 1932. Speech delivered in Hamburg, January 8. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 21). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1932h/1982). The world's economic crisis and the way of escape. Lecture delivered in Cambridge on February 4 and 18. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 21). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1933a/1973). A monetary theory of production. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 13). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1933b). *Letter to C. L. Baillieu* (Keynes Papers: BM/1/82).
- Keynes, J. M. (1934a). Can America spend its way into recovery? Redbook, December. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 21). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1934b). *Notes on the Economic Situation. Economic Intelligence Service* (Keynes Papers: BM 1/184-87).
- Keynes, J. M. (1934c/1973). Poverty in plenty: Is the economic system self-adjusting? The Listener, November 21. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 13). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1936a/1965). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (trad. de Eduardo Hornedo). México: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. (1936b/1973). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 7). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1938/1973). Mr. Keynes and "finance". *Economic Journal*, June. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 14). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1940/1978). The United States and the Keynes Plan. The

- New Republic, July. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 22). Londres: MacMillan.
- Keynes, J. M., y Henderson, H. D. (1929/1978). Can Lloyd George do it? An examination of the liberal pledge. En E. Johnson y D. Moggridge (eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. 19). Londres: MacMillan.
- Leijonhufvud, A. (1981). *Information and Coordination*. Nueva York: Oxford University Press.
- Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street: How the Fed became the Dealer of Last Resort*. Princeton: University of Princeton Press.
- Meltzer, A. H. (1988). *Keynes's Monetary Theory: A Different Interpretation*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Minsky, H. P. (1975/2008). *John Maynard Keynes*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Moore, B. J. (1988). *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Nevin, E. T. (1955). *The Mechanism of Cheap Money*. Cardiff: University of Wales Press.
- Nevin, E. T., y Davis, E. W. (1970). *The London Clearing Banks*. Londres: Elek.
- Patinkin, D. (1948). Price flexibility and full employment. *American Economic Review*, 38(4), 543-564.
- Patinkin, D. (1956). *Money, Interest and Prices*. Nueva York: Harper & Row.
- Patinkin, D. (1982). *Anticipations of the General Theory*. Chicago: University of Chicago Press.
- Pavanelli, G. (2003). The Great Depression in Irving Fisher's work. *History of Economic Ideas*, 11(1), 151-167.
- Pigou, A. C. (1943). The Classical Stationary State. *Economic Journal*, 53(212), 343-351.
- Robinson, J. (1970). *Economic Heresies*. Londres: MacMillan.
- Rogers, C. (2018a). The conceptual flaw in the microeconomic foundations of dynamic stochastic general equilibrium models. *Journal Review of Political Economy*, 30(1), 72-83.
- Rogers, C. (2018b). The new macroeconomics has no clothes. *Review of Keynesian Economics*, 6(1), 22-33.

- Romer, C. (1992). What ended the Great Depression? *Journal of Economic History*, 52(4), 757-784.
- Romer, P. (2016). The Trouble with Macroeconomics. Commons Memorial Lecture of the Omicron Delta Epsilon Society. Recuperado de: <https://paulromer.net/trouble-with-macroeconomics-update/WP-Trouble.pdf>
- Rungcharoenkitkul, P., Borio, C., y Disyatat, P. (2019a). *Monetary Policy Hysteresis and the Financial Cycle* (BIS working paper núm. 817). Basilea: BPI.
- Rungcharoenkitkul, P., Borio, C., y Disyatat, P. (2019b). *What Anchors for the Natural Rate of Interest?* (BIS working paper núm. 777). Basilea: BPI.
- Rymes, T. K. (1998). Keynes and anchorless banking. *Journal of the History of Economic Thought*, 20(1), 71-82.
- Skidelsky, R. (1992). *John Maynard Keynes: The Economist as Saviour, 1920-1937*. Londres y Basingstoke: MacMillan.
- Steil, B. (2013). *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*. Princeton: Princeton University Press.
- Stiglitz, J. E. (ed.) (1966). *The Collected Scientific Papers of Paul A. Samuelson* (2 vols.). Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Stiglitz, J. E. (2018). Where modern macroeconomics went wrong. *Oxford Review of Economic Policy*, 34(1-2), 70-106.
- Thirlwall, A. (1983). Comment on Kaldor. En G. D. N. Worswick y J. A. Trevithick (eds.), *Keynes and the Modern World*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Thornton, H. (1802). *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Londres: Hatchard.
- Tobin, J. (1980). *Asset Accumulation and Economic Activity*. Oxford: Blackwell.
- Tobin, J. (1983). Comment on Kaldor. En G. D. N. Worswick y J. A. Trevithick (eds.), *Keynes and the Modern World*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Wolfson, M. A. (1996). Irving Fisher's debt-deflation theory: Its relevance to current conditions. *Cambridge Journal of Economics*, 20(3), 315-333.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.