

ASPECTOS MACROECONOMICOS DEL PENSAMIENTO DE ALFRED MARSHALL: TEORIA MONETARIA *

FERNANDO MENDEZ IBISATE

Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

Alfred Marshall ha pasado a la historia de la teoría económica como maestro en el campo microeconómico. Sus aportaciones a las teorías del valor, la demanda, la oferta, la distribución o la organización industrial han eclipsado otras, no menos significativas, a las teorías del dinero, los ciclos, o del comercio internacional. El presente trabajo quiere recoger algunas de esas contribuciones, si bien se centra en su *teoría* monetaria que, formulada por encima de intereses prácticos o de política, ha resultado ser un eslabón esencial en la transmisión de la teoría monetaria que ha llegado hasta nuestros días.

ABSTRACT

Alfred Marshall has long been recognized as an important figure in the development of rigorous microeconomic theory. His contributions to the theories of value, demand, supply, distribution and industrial organization have often overshadowed his other, no less significant, contributions to theories of money, business cycles, and international trade. This paper concentrates on Marshall's influence on monetary theory, which carries forward to this day, and argues that his theory of money did not arise from his role as an adviser to the British Parliament.

* Agradezco al profesor Carlos Rodríguez Braun sus comentarios a una versión preliminar de este artículo, así como las sugerencias y observaciones de un *referee* anónimo de esta revista. Por descontado, los errores son únicamente imputables al autor.

«Quien sólo conozca los *Principios*
no conoce a Marshall.»

J. A. SCHUMPETER

1. INTRODUCCION

Este artículo pretende reivindicar las aportaciones que hizo Alfred Marshall a la macroeconomía, y en particular a la teoría del dinero. Su peculiar conocimiento de las cuestiones y el enfoque microeconómicos le permitieron aplicar las herramientas que había desarrollado para la teoría del valor a los problemas *teóricos* del dinero, y extraer, así, una teoría monetaria a la vez continuadora de la ortodoxia clásica y pionera de ulteriores desarrollos, como los de J. M. Keynes y algunos monetaristas, constituyendo un eslabón esencial en la evolución de dicha teoría ¹.

En otra parte he afirmado que las aportaciones de Marshall al campo de la teoría económica, principalmente las relativas al desarrollo de las teorías del valor y de la distribución, han sido ampliamente reconocidas por el conjunto de la profesión y nadie ha negado su puesto entre los maestros de nuestra ciencia. Pero la valoración de Marshall como economista monetario no ha sido la misma y se ha cometido cierta injusticia con él ². Pese al interés y aportaciones de sus escritos monetarios recogidos principalmente, aunque de forma tardía, en su obra *Money, Credit and Commerce, sus Principles of Economics* han oscurecido otras contribuciones de Marshall ³.

¹ Vid. Méndez Ibisate (1988a), caps. I, III y Conclusiones Generales. No sólo es Alfred Marshall heredero de toda una tradición de pensamiento monetario que se remonta hasta Henry Thornton y llega a John Stuart Mill, pasando por su lectura de Walter Bagehot y la aceptación de sus principios de organización del sistema monetario, sino que deja su huella y su influencia en autores que posteriormente desarrollaron la teoría monetaria en nuestro siglo (Fisher, Wicksell, J. M. Keynes, y M. Friedman).

En mi tesis doctoral ya destacué que la teoría monetaria de Marshall brilla con luz propia (independientemente de las cuestiones de política monetaria en las que Marshall participó), ha supuesto un eslabón de continuidad en una corriente del pensamiento monetario (la de la *Banking School*) y ha influido muy de cerca el posterior desarrollo experimentado por las ideas monetarias en el presente siglo. De ahí su importancia [vid. Méndez Ibisate (1988a), p. 255, y caps. I y III].

² Méndez Ibisate (1988a). Véase al respecto, principalmente, el cap. III.

³ Laidler (1990a) afirma:

«El "enfoque de demanda de saldos reales de Cambridge" es de sobra conocido en teoría monetaria, pero normalmente se le denomina como el "enfoque de Cambridge" y no como el "enfoque de Marshall"; y los estudiantes que sienten ilusión por aprender más de dicho enfoque se les remite a los trabajos de Pigou (1917), ["The Value of Money", *Quarterly Journal of Economics*, 32:38-65] o de Keynes (1923), [*A Tract on Monetary Reform*, Londres, Macmillan] en vez de a los escritos de Marshall» [Laidler (1990a), p. 44].

Hasta 1987 apenas unos cuantos autores, como Krishnaswamy y Eshag, dedicaron un esfuerzo a estudiar las contribuciones de Alfred Marshall al campo monetario ⁴. Sin embargo, este panorama ha cambiado, y desde esa fecha se han publicado varias obras en las que se dedica un espacio importante a la teoría monetaria de Alfred Marshall y a su papel como fundador de la tradición de pensamiento formada en Cambridge. Estas obras son las de Pascal Bridel, Robert J. Bigg, David Laidler y David Laidler ⁵.

Incluso circulaba entre la profesión la opinión, inspirada en una cita de J. R. Hicks, de que la teoría monetaria de Marshall tenía poco interés porque los problemas monetarios de su época no fueron importantes ⁶. Sin embargo, como ha demostrado Laidler, «la teoría monetaria de Marshall tiene una importancia mucho más general que los problemas [de política] a los cuales la aplicó» ⁷. Por tanto, y pese a sus innegables contribuciones a la política moneta-

⁴ Méndez Ibisate (1988a), p. 284 y nota 57 (pp. 349-350).

⁵ Los capítulos dedicados a la teoría monetaria de Alfred Marshall de los dos primeros libros aquí citados no pasan de ser elementales ya que ambos autores pretenden estudiar a toda la escuela de Cambridge (Marshall, Pigou, Keynes, Hawtrey, Lavington y —el más apartado— Robertson...) y establecer las oportunas conexiones de pensamiento macroeconómico (dinero, ciclos, análisis del ahorro-inversión, influencias del tipo de interés...) entre todos ellos.

Quisiera incluir entre las aportaciones realizadas al estudio de la teoría monetaria de Marshall, a partir de 1987, mi tesis doctoral [Méndez Ibisate (1988a)]. Las líneas de investigación allí desarrolladas se asemejan más a los estudios publicados por Laidler (1990a) y Laidler (1991), si bien he completado y ampliado mis ideas gracias a los análisis y conclusiones expuestos por Laidler.

Laidler (1991) extiende su estudio a lo que denomina la teoría cuantitativa *neoclásica* (Marshall y la Escuela de Cambridge, Fisher, Wicksell y Edgeworth), en una comparación con la teoría cuantitativa *clásica*, anterior a estos autores (J. S. Mill, Jevons y Bagehot).

⁶ La cita de Hicks es la siguiente:

«La mayor parte de los mejores trabajos de teoría monetaria han sido directamente provocados por episodios particulares, por experiencias de la época... Es posible que una de las razones por las que la teoría monetaria se fue osificando un tanto en el período neoclásico sea que en esta época no parece que hubiera ningún reto similar (a los de Ricardo o Keynes en sus períodos respectivos). Por lo menos en los años setenta y ochenta, cuando Marshall (el más grande de los neoclásicos) hubiera podido responder al reto, resultó que el reto no estaba allí; ¡no podía sacarse demasiado partido del bimetalismo! Uno no puede contestar brillantemente las preguntas poco inteligentes, y las preguntas que los hechos monetarios de la época plantearon a Marshall no eran demasiado difíciles» [Hicks (1975), pp. 185-186. Citado en Méndez Ibisate (1988a), p. 377; *vid.* pp. 32 y 288].

⁷ Laidler (1990a), p. 46. Laidler (1991) sostiene como una idea principal lo contrario que Hicks: que los hechos y los problemas de política monetaria apenas afectaron el desarrollo y la evolución de las ideas y teorías monetarias formuladas por Marshall y otros neoclásicos; más bien al contrario:

«La evolución de la economía monetaria debió más a su propia dinámica interna que a los acontecimientos externos, y la lógica de la teoría cuantitativa (desarrollada en este tiempo por autores como Marshall, Fisher o Wicksell) subvirtió la autoridad intelectual del Patrón Oro» [Laidler (1991), p. 3].

Que la teoría monetaria de Marshall se desarrolló con independencia de sus propuestas políticas, que éstas se derivan de aquélla y no al revés (como casi siempre se ha interpretado), y que

ria (que serán objeto de otro artículo), la teoría del dinero desarrollada por Marshall tiene validez en sí misma, como el producto de un trabajo puramente académico, que sin embargo aplicó —como era su costumbre— a problemas prácticos, y lo hizo de forma notable.

Pese a la poca atención prestada a su pensamiento monetario, la importancia e influencia de Marshall en esta materia había sido recogida en el artículo biográfico de J. M. Keynes⁸ y, posteriormente, en la obra de Eprime Eshag⁹. Eshag muestra que Marshall es heredero de una larga lista de autores que fueron considerados creadores y maestros del pensamiento monetario, y que, a su vez, Marshall «fue leído y escudriñado por otros autores que contribuyeron al campo de la economía monetaria lo bastante pronto como para ser importante». De modo que «el caso de Marshall no es el de un economista monetario cuyas contribuciones originales permanecieron ocultas hasta el momento en que su importancia hubiese desaparecido»¹⁰. Por el contrario, Marshall fue reconocido por otros autores fuera de su propio círculo tales como Fisher (que menciona la distinción entre las tasas reales y nominales de interés), Edgeworth (que estaba al tanto de su propuesta del «*Symmetallism*») o Wicksell (quien estaba familiarizado con sus testimonios ante la *Gold and Silver Commission*)¹¹.

El presente trabajo quiere exponer las nuevas ideas aportadas por Marshall a la economía monetaria y su trascendencia teórica. En la sección 2 se recogen algunas razones por las que esta aportación marshalliana a la teoría monetaria pudo haber pasado inadvertida para los historiadores de la teoría económica. Entre otras, se destacan razones de tipo histórico. La sección 3 presenta las ideas heredadas por Alfred Marshall en su pensamiento moneta-

la teoría monetaria de Marshall es superior a la de sus predecesores y muchos de sus contemporáneos, son ideas que defendí en Méndez Ibisate (1988a), unos años antes de las publicaciones de Laidler.

⁸ Keynes (1925). Como artículo biográfico, sin embargo, el documento de J. M. Keynes contiene diversas inexactitudes y datos que recientemente se han revelado como incorrectos. *Vid.* Whitaker (1972), Coase (1984) y Coase (1990).

⁹ Eshag (1965). El libro de Eprime Eshag fue pionero en el análisis de Marshall como macroeconomista y, aunque algunas de sus consideraciones puedan estar superadas, quienes hemos investigado la teoría monetaria de Marshall o de la Escuela de Cambridge tenemos esta obra como punto de referencia obligado.

¹⁰ Laidler (1990a), p. 45 (ambas citas).

Entre sus predecesores podríamos mencionar a Hume, Smith, Ricardo, Thornton y J. S. Mill. Entre sus contemporáneos, a Jevons, Goschen, Giffen y Bagehot. Y entre sus discípulos, a los miembros de la escuela de Cambridge (Pigou, Keynes, Hawtrey, Lavington y Robertson). *Vid.* Eshag (1965), pp. 91-96 y 100-110, por ejemplo. Véase también Méndez Ibisate (1988a), nota 190, p. 905. Puede completarse la visión de Eshag en Méndez Ibisate (1988a), p. 569, nota 23.

Para otros estudios, véanse las obras de Bridel (1987), Bigg (1990) y Laidler (1991).

¹¹ *Vid.* Laidler (1990a), p. 45. Y, más ampliado, en Laidler (1991).

rio, reforzando la tesis de una continuación en la línea de pensamiento teórico. La sección 4 recoge las innovaciones de Marshall respecto al valor del dinero, la demanda y la oferta de dinero (siguiendo un esquema de razonamiento típicamente marshalliano), así como otras aportaciones. Finalmente, la sección 5 presenta algunas conclusiones.

2. OBSTACULOS QUE DIFICULTAN EL RECONOCIMIENTO DE LAS CONTRIBUCIONES DE MARSHALL A LA ECONOMIA MONETARIA

El pensamiento monetario de Alfred Marshall no está recogido en un único volumen sistemático¹². Cuando Marshall publicó su *Money, Credit and Commerce*, un año antes de su muerte, las ideas allí presentadas no eran sino el fruto de sus investigaciones durante las décadas de 1870 y 1880 (uno de los primeros campos de investigación de Marshall, como afirman J. M. Keynes y J. K. Whitaker).

Pero, como señala Laidler, no es éste el único impedimento ante el que se enfrenta el investigador moderno que desea valorar la aportación marshalliana a la teoría monetaria. Los problemas que rodeaban la época de Marshall fueron muy distintos de los que nos rodean hoy en día. No fueron problemas de inflación y fluctuaciones reales, con un mundo en el que dominaban los tipos de cambio flexibles, como en época de Thornton (1802), Ricardo (hasta 1821) o el Keynes del *Tract*, sino que se trató de una época de deflación, en la que la implantación del patrón oro se estaba generalizando y donde las fluctuaciones cíclicas resultaban muy apacibles¹³.

Históricamente, durante la segunda mitad del siglo XIX la teoría económica estuvo centrada en el examen de las fluctuaciones de los precios a largo plazo y de los movimientos cíclicos en el comercio y en el empleo. La explotación de minas de oro en California y Australia alrededor de 1850 se vio seguida por un período de más de veinte años en el que la tendencia general de los precios fue fuertemente ascendente, aunque rota, a veces, por las fluctuaciones

¹² Además de en Marshall (1923), se encuentran desperdigadas en algún artículo como Marshall (1887), en diversos testimonios y evidencias presentados por Alfred Marshall ante diferentes comisiones parlamentarias (*Commission on the Depression of Trade and Industry* —1886—; *The Gold and Silver Commission* —1887/8—; y *The Indian Currency Committee* —1899—), recopilados en Marshall (1926), y en Marshall (1871), publicado en Whitaker (1975). Ello sin mencionar algunos pasajes de A. Marshall and M. P. Marshall (1879), y alguna mención desperdigada en Marshall (1890).

¹³ Laidler (1990a), pp. 45-46.

cíclicas. A comienzos de la década de 1870, sin embargo, la producción de oro comenzó a disminuir, mientras que la demanda del mismo iba en aumento a medida que crecía el número de países que adoptaban el patrón oro. Los precios de las mercancías comenzaron a bajar y la tendencia descendente continuó hasta 1896, cuando el descubrimiento de oro en Suráfrica y en el Yukon se vio acompañado por un período caracterizado nuevamente por una tendencia ascendente, que continuó hasta la Primera Guerra Mundial. El período de la tendencia deflacionista de los precios produjo tantas quejas por parte de los comerciantes que se encontraban en apuros, que dio origen a la demanda de un patrón bimetálico, lo que desembocó en una aguda polémica ¹⁴.

Otros factores que han influido en el escaso reconocimiento y difusión de la teoría monetaria de Alfred Marshall son el retraso con que publicó sus ideas, en este como en otros campos ¹⁵, y que su teoría y política del dinero quedó fuera de su obra principal, los *Principios de Economía*, que eclipsó otras contribuciones de Marshall.

Las causas del retraso en sus publicaciones residen en su doble faceta de práctico y teórico, el Marshall positivo y el Marshall normativo, el científico y el moralista. Esa lucha le llevó a cuidar mucho las formas con que presentaba sus escritos, ya que temía enormemente cometer errores, y quería ser entendido por el público en general y no por los especialistas. Además está su falta de

¹⁴ Vid. Méndez Ibisate (1988a), pp. 214-215. El descenso de precios a comienzos de la década de 1870, que persistió hasta mediados de la década de 1890, fue ocasionado tanto por la continua extensión del monometalismo de oro en todo el mundo como por la desaparición gradual de los efectos que los descubrimientos de las minas de Australia y California (1849-1851) habían tenido sobre el precio del oro y, por consiguiente, sobre el nivel general de precios. La combinación de un aumento en la demanda de oro, junto con una oferta descendente (la producción de oro en las minas descubiertas en torno a 1850 ya había sobrepasado su máximo), provocó un aumento en el precio del oro, es decir, una caída en el nivel de precios medido en oro, en tanto que el nivel de precios medido en plata se elevó, y la rupia de plata india se depreció contra la libra esterlina de oro.

Algunos viejos fantasmas no han desaparecido en economía, y en aquel entonces, como ahora, era muy fácil (aunque no por ello correcto) afirmar que la deflación de precios provocaría un estancamiento en el lado real de la economía y que la revaluación de la moneda causaría una pérdida de competitividad para las industrias domésticas.

Las discusiones sobre el bimetalismo aparecieron, entonces, para diseñar un sistema alternativo al Patrón Oro que dotase a la economía de unos precios más estables; estabilidad de precios que era requerida como objetivo principal.

Un análisis histórico de los acontecimientos monetarios de la época puede encontrarse en Rist (1966), pp. 246-247, 252-254 y 292-297; y en Laidler (1991), pp. 29-32 y 154-170.

¹⁵ Ya hemos señalado que aunque su libro *Money, Credit and Commerce* se publicó un año antes de su muerte —1923—, recoge ideas y teorías formuladas posiblemente entre 1867 y 1877. De modo que muchas ideas pioneras que podían haber tenido como punto de referencia las publicaciones de Marshall tuvieron las de otros autores. Véase al respecto Keynes (1925), pp. 18, 28-29 y nota 3 a pie de p. 28. O véase también Laidler (1991), pp. 53 y ss., y p. 86, nota 8.

salud, que —aunque parece no exenta de elementos hipocondríacos— le apartaba continuamente de su trabajo y le impedía la concentración ¹⁶.

Por otra parte, Marshall no incluyó ciertos temas, como el dinero, en los *Principios* porque, según nos cuenta él mismo, los *Principios de Economía* formaban sólo una parte de un tratado general de obras de economía —un compendio de temas económicos— que, según proyectaba Marshall, constituiría su legado impreso para sus discípulos ¹⁷.

3. ELEMENTOS CLASICOS EN EL PENSAMIENTO MONETARIO DE MARSHALL

En líneas muy generales podemos resumir la teoría monetaria que había llegado hasta Marshall en la década de 1870 en una serie de temas interrelacionados: la teoría de la paridad de compra, el ciclo, la balanza de pagos, la elección de un patrón monetario que cumpliera adecuadamente con sus funciones, y dentro de las restricciones impuestas por el patrón elegido, la adopción de políticas monetarias discrecionales o no ¹⁸.

Cuando se utilizaba un patrón de valor-mercancía (oro o plata) la balanza de pagos se equilibraba siguiendo una versión compleja del «mecanismo de flujo de especie» de Hume-Cantillon, y el nivel general de precios quedaba determinado, a largo plazo, por el coste de producción de la mercancía utilizada como patrón ¹⁹. Esta teoría se complementaba con una teoría del valor de equilibrio a largo plazo de la tasa de interés en términos reales (no dependía de

¹⁶ Tenía Marshall una peculiar forma de concentración que le impedía mantener su atención fija durante mucho tiempo en una cosa, pese a que cuando lo lograba su concentración era muy intensa. A eso habría que añadir su desorden y su carencia de sistematización, según Keynes. *Vid. Méndez Ibisate (1988a)*, pp. 296-297, 299-302, 315-318, 321-322 y 324-329.

¹⁷ *Vid. Méndez Ibisate (1988a)*, pp. 302-334.

¹⁸ *Vid. Laidler (1990a)*, p. 46. El análisis expuesto en Méndez Ibisate (1988a) respecto a este apartado coincide con el de Laidler (1990a), pp. 46-52. Una exposición amplia de estas teorías decimonónicas del dinero en Méndez Ibisate (1988b).

¹⁹ No es ésta sino una forma de aplicar la teoría general del valor de los clásicos a un bien peculiar, como el dinero, que era considerado como cualquier otro. A corto plazo, el valor del dinero quedaba establecido por el libre juego del mercado (oferta y demanda del mismo); y a largo plazo, se seguía la teoría del valor o precio natural (su coste de producción). Esta teoría, que integraba la teoría monetaria en la teoría del valor, aunque trasladaba a aquella los problemas de este doble proceso de formación del valor, estaba inspirada en (o, más bien, era) la teoría de la «cantidad de dinero» de los precios. Lejos, pues, de dicotomizar el proceso de formación de precios, la teoría de la «cantidad de dinero» de los precios, en sus versiones clásica y neoclásica rigurosas, tomaba en consideración las interconexiones entre el sector real y el monetario de la economía cuando existía un mercado monetario importante. *Vid. Becker y Baumol (1952)*. Citado en Méndez Ibisate (1988a), pp. 365, 599-600.

factores monetarios), de forma que en la determinación a largo plazo de esta variable intervenían elementos como la productividad real del capital y el ahorro (o la frugalidad). De este modo, *en el largo plazo y sólo aquí*, la teoría monetaria clásica —recibida por Marshall— establecía la neutralidad del dinero y dicha variable tan sólo determinaba el nivel general de precios.

Las cosas *en el corto plazo* no eran tan sencillas y el dinero no era neutral. En el corto plazo, la teoría de la «cantidad de dinero» de los precios explicaba el valor del dinero (los precios), a través de la oferta y la demanda, de modo que sobre el nivel de precios influían tanto las variaciones en la cantidad de dinero como las variaciones en la velocidad de circulación (determinadas, a su vez, por el desarrollo de las actividades del sistema bancario). Al igual que el valor del dinero podía desviarse de su valor natural en el corto plazo, la tasa de interés fluctuaba con las perturbaciones monetarias, si bien se entendía que el corto plazo era mucho más corto para los movimientos del tipo de interés (y por tanto los ajustes hacia su valor natural eran más rápidos) que para los del nivel de precios. Una expansión monetaria se asociaba con una caída del tipo de interés del mercado por debajo de su nivel «natural», y al revés. Estos movimientos generalmente estaban asociados con las fluctuaciones comerciales y crediticias que se producían tanto en los mercados de bienes como en los mercados financieros.

La política económica discrecional debía ir encaminada no tanto a estabilizar el ciclo como a tratar de evitar que en el punto de inflexión alcista todo se precipitase hacia un pánico financiero y un colapso del sistema bancario.

Cuando el sistema estaba basado en moneda puramente fiduciaria (papel moneda), dicho sistema perdía el freno que el valor natural del oro imponía al exceso de emisión (y por tanto a la devaluación de la moneda); y esto se consideraba como un serio inconveniente por la ortodoxia clásica ²⁰.

Entre las raíces más clásicas de la teoría monetaria de Marshall se encuentra su adhesión («*en tanto que actúen los efectos permanentes*») a la dicotomía entre la economía real y monetaria ²¹, su teoría de la determinación de la tasa de interés y su análisis de la formación de los tipos de cambio y de la balanza de pagos.

Respecto al tipo de interés, Marshall sostuvo que *a largo plazo* «la oferta de oro no ejercía influencia permanente alguna sobre la tasa de descuento»; pero

²⁰ Vid. Méndez Ibisate (1988b).

²¹ Vid. Marshall (1926), p. 115, pregunta 9893. *Cursivas mías*. Véase Méndez Ibisate (1988a), pp. 333-334.

a corto plazo los factores monetarios podían afectar la tasa de interés ²² (y más en una economía abierta, con unos mercados financieros desarrollados y muy interconectados, como constata en alguna parte) ²³. Considera, pues, la tasa de interés como una parte fundamental de los mecanismos de transmisión, a través de los cuales una afluencia de oro elevaría finalmente el nivel de precios (dejando el interés a su nivel «natural»). En este proceso (que se enmarca dentro de un proceso cíclico), las expectativas desempeñaban un papel importante ²⁴.

Su análisis sobre la formación de los tipos de cambio es más notable por su concisión y claridad que por su originalidad. Pero Marshall jamás reclamó originalidad alguna ²⁵. Sus ideas se recogen en algunos de los testimonios publicados en sus *Official Papers*, y allí expone Marshall de forma simple la teoría de la paridad del poder de compra como determinante de la formación de los tipos de cambio. Así, los desequilibrios originados en la balanza comercial (incluso la balanza básica) generan tensiones en el mercado de intercambio de letras comerciales (otorgando premios o descuentos, según que el país resulte acreedor o deudor), que, finalmente, provocan flujos de oro (o plata) de un

²² Marshall (1926), p. 41. Un análisis desarrollado de esta influencia se expone en Méndez Ibisate (1988a), pp. 786-790.

²³ Realizo un estudio del papel de la tasa de descuento en la economía abierta, así como de las manifestaciones de Marshall acerca del desarrollo de los mercados financieros, en Méndez Ibisate (1988a), pp. 667-671.

²⁴ Véase el papel de las expectativas en este punto en Méndez Ibisate (1988a), pp. 790-793 y ss.

Las expectativas en Marshall están muy influidas por los procesos especulativos del mercado financiero. Es en estos procesos donde cobran o tienen mayor importancia. A diferencia de J. M. Keynes (al menos el Keynes de la *Teoría General*), Marshall construye unas expectativas con un componente lógico en su formación. No se trata de un proceso de formación de expectativas racionales, sino de expectativas adaptativas, en las que el valor más próximo o cercano en el tiempo de las variables relevantes posee una ponderación mucho mayor por parte del público. Esto, desde luego, no es el proceso de formación de expectativas que aparece en la *Teoría General* de J. M. Keynes, que es más bien irracional o ilógico.

Sin embargo, Marshall admite la existencia de agentes especulativos (mal vistos) que entran en el mercado financiero —unos con pleno conocimiento del mismo, y otros arrastrados por la vorágine del momento—, y que más tarde son víctimas de sus especulaciones (*Vid.* Méndez Ibisate (1988a), pp. 777 (cita), 778 (cita 108), 779-782 y 796-797). Y dicha creencia por parte de Marshall puede suponer un primer paso hacia la concepción que tenía Keynes de los mercados financieros y de valores, a los que compara con «el juego del *Snap*, de la Solterona o de las Sillas Musicales, un pasatiempo en el que gana quien dice *Snap* ni demasiado pronto ni demasiado tarde, quien pasa la «Solterona» (el anillo) a su compañero antes de que termine el juego, o el que consigue una silla en el momento que cese la música». [*Vid.* Keynes (1936), pp. 155-156 y 150-151.]

²⁵ *Vid.* Laidler (1990a), p. 50. Expongo el papel que atribuyó Marshall al dinero en una economía abierta, y su análisis de la formación de los tipos de cambio y del mercado de cambios, en Méndez Ibisate (1988a), cap. V.

país a otro, o bien movimientos en los tipos de cambio, que permiten restaurar el equilibrio.

Marshall discute los cambios en la productividad, pero en el contexto en que una depreciación de la moneda interna causada por factores monetarios podría engañar a los exportadores quienes, habiendo obtenido al tiempo alguna ventaja en sus costes, creerían que su mayor éxito en los mercados exteriores se debería a dicha depreciación [Cf. Marshall (1926), pp. 192-193]. Marshall no discutió la posible influencia independiente de la productividad sobre las variaciones del tipo de cambio real (y, por consiguiente, *ceteris paribus*, nominal) ²⁶.

4. NUEVAS APORTACIONES DE ALFRED MARSHALL A LA TEORÍA MONETARIA

El valor del dinero

Marshall superó la inconsistencia de los clásicos en su intento de integrar la teoría del valor en la teoría monetaria. Recordemos que la teoría del valor clásica no era completa, y al aplicarla a un dinero-mercancía (oro o plata) se reproducían los problemas que tenía para cualquier otra mercancía: no era fácil integrar las interpretaciones de la teoría cuantitativa (a corto) y la teoría coste de producción (a largo). Y este enfoque no resultaba del todo satisfactorio porque la extracción del oro era una actividad minera y —por tanto— sujeta a rendimientos decrecientes. Dados los rendimientos decrecientes, el coste marginal de producción (del oro) no quedaba determinado hasta que no se conociese el nivel de producción, por lo que el coste de producción podría no ser el que en última instancia regulase la capacidad de compra del dinero. Sin embargo, como ha señalado Laidler, la teoría cuantitativa establecida por los neoclásicos «degradó el coste de producción de los metales de ser el principal, y en algunos casos único, determinante del valor natural del dinero, a tener una influencia secundaria y remota en su cantidad» ²⁷.

Además, la teoría del nivel general de precios a corto plazo de los clásicos contenía un concepto —el de velocidad de circulación de transacciones— que resultaba en exceso complejo y poco adecuado cuando se aplicaba a una economía en la que la mayor parte del comercio se desarrollaba sobre la base del crédito y que, por tanto, precisaba de un número grande de transacciones in-

²⁶ Laidler (1990a), pp. 51-52.

²⁷ Laidler (1991), p. 4.

termedias antes de que los bienes en manos de los productores llegasen a las manos de sus consumidores finales.

Marshall encara estos problemas sobre el valor el dinero en sus primeros escritos (en torno a 1871)²⁸, y allí expone el llamado enfoque de Cambridge «de los saldos reales» (que debería denominarse el enfoque de Marshall «de los saldos reales»):

Tal vez deberíamos observar... cuál es la naturaleza de la ventaja que cada individuo obtiene por mantener en mano una gran cantidad de dinero. Por este medio el individuo retiene en sus manos lo que podría llamarse una gran disponibilidad efectiva sobre los bienes en general... Pero de esa porción de su riqueza que cada persona mantiene en forma de dinero, es incapaz de derivar cualquier otra ventaja... Así, cuanto mayor es la parte de su riqueza que un hombre mantiene en forma de demanda disponible sobre las mercancías en general, menor es la parte que puede ser empleada bien para abastecer sus necesidades o para incrementar su riqueza. Este, pues, es el equilibrio de ventajas que cada individuo debe ajustar por sí solo... Así, debe establecer cuál es la cantidad exacta que por promedio responderá a su propósito de mantenerse en esta forma líquida²⁹.

Representado mediante ecuaciones —y simplificado—, el enfoque de Marshall queda como un sistema compuesto por:

Una ecuación de oferta:

$$M^s = \bar{M} \quad [1]$$

Una ecuación de demanda:

$$M^d = k \cdot P \cdot y \quad [2]$$

La ecuación de equilibrio del mercado:

$$M^s = M^d \quad [3]$$

Por lo que *en equilibrio*:

$$\bar{M} = k \cdot P \cdot y \quad [4]$$

²⁸ Se trata de Marshall (1871). En mi tesis doctoral se incluye como Apéndice E una traducción completa —con algunos comentarios— de este texto, que se publicará en la revista *Libertas*. Aunque este texto no se publicó hasta 1975, no era desconocido. Keynes (1925), pp. 29-30, hace varias referencias y citas del texto, y señala que «Cuando asistí a las lecciones (de Marshall) en 1906 solía ilustrar esta teoría con algunos gráficos elegantes». [Keynes (1925), p. 29, nota 1.] Vid. también Laidler (1991), pp. 53 y ss.

²⁹ Marshall (1871), pp. 166-167. Justo a continuación, establece Marshall las mismas condiciones para «la cantidad total retenida de esta forma *por la comunidad*» (cursivas mías).

Véanse ideas similares en Marshall (1926), pp. 267-268, y en Marshall (1923), pp. 38-39 y 45.

Donde M^s es la oferta monetaria nominal, M^d la demanda de dinero, P el nivel general de precios, el ingreso real es y , y k la proporción del ingreso nominal, que el público mantiene en forma de saldos monetarios para disponer de una capacidad de demanda inmediata sobre los bienes.

Gráficamente, algunos han representado la curva de demanda como una hipérbola equilátera, lo que es un error por doble motivo: porque para Marshall las variables que intervienen en la demanda, k e y , no son constantes, lo que rompe el supuesto (implícito en la demanda con forma de hipérbola equilátera) de que los individuos desean conservar la misma cantidad de saldos reales cuando varían los precios (el valor de su dinero), aunque su situación haya cambiado. En una curva de demanda de saldos de efectivo con elasticidad unitaria (con forma de hipérbola rectangular) el individuo reduce (aumenta) sus saldos nominales cuando los precios bajan (suben), dado el nivel de ingreso real, y lo hace *exactamente* en la misma proporción en que variaron los precios. Pero desde el momento en que la k de Marshall viene influida, como señalaré más adelante, por variables tales como el tipo de interés y las expectativas, y que —como señala Patinkin—³⁰ el volumen proyectado de transacciones queda alterado por el efecto de liquidez real que se origina cuando sólo varía el nivel general de precios (esto implica que el individuo toma en cuenta los efectos-renta provocados en la demanda de dinero cuando varían los precios), entonces la acomodación de la demanda de dinero es proporcional a los precios, pero *no exactamente* proporcional.

En realidad, esa curva de demanda de saldos reales de dinero en forma de hipérbola equilátera representa una curva de *equilibrios del mercado*³¹. Como afirma Laidler, «se trata de una curva compensada por las variaciones en la riqueza real que han sido inducidas por los cambios en el nivel general de precios»³². En este sentido, la demanda de saldos reales líquidos en forma de hi-

³⁰ Vid. Patinkin (1963), pp. 104-114 y 460-464.

³¹ Patinkin (1963). Esta idea se reproduce en Blaug (1985), cap. 5.

³² Laidler (1990a), p. 53, nota 10.

Acerca de este tema, véase Méndez Ibisate (1988a), el Apéndice F titulado «La curva de demanda individual de dinero con elasticidad unitaria».

Otros testimonios de Marshall que contradicen el valor de esa elasticidad, en Méndez Ibisate (1988a), pp. 447-448. Allí se recoge el siguiente texto de Marshall:

«Aunque el poder adquisitivo de una unidad monetaria varía inversamente al número de unidades, manteniéndose los demás factores constantes, una emisión creciente de moneda papel inconvertible puede rebajar aún más su crédito y, por tanto, disminuir la cantidad de poder adquisitivo disponible que el público desee conservar. Es decir, puede rebajar el valor de cada unidad en proporción mayor al incremento de su número... un aumento en su cantidad, que parezca probable que se repita, disminuirá el valor de cada unidad más que proporcionalmente al incremento» [Marshall (1923), pp. 47-48. Cursivas en el original].

De modo que la elasticidad precio de la demanda es mayor que uno en términos absolutos, si no interpreto mal.

Ver también este tratamiento de Patinkin en Blaug (1985), pp. 206-210.

pérbola equilátera sería una curva de demanda sin efectos renta, tal y como interpretó Milton Friedman la curva de demanda individual marshalliana para los bienes en general ³³.

No pretende Marshall elaborar tan sólo una teoría de la demanda de dinero, sino formular una teoría del valor del dinero ³⁴. Su forma de enfrentarse a este problema (con las herramientas microeconómicas que él desarrolló) le permite construir dicha teoría sobre la base de la oferta y la demanda, tanto a corto como a largo plazo. Y es en el largo plazo donde la demanda de dinero sí se representaría con elasticidad unitaria ³⁵.

Su exposición puramente teórica es una muestra de que a Marshall le interesaba más enfrentarse a los problemas existentes en el esquema teórico interno del análisis monetario que había heredado de los clásicos (sobre todo de J. S. Mill) que responder a los problemas de política monetaria contemporánea.

El otro inconveniente de la teoría clásica ³⁶ lo resolvió Marshall desechando el concepto de «velocidad de circulación» de las transacciones:

la «velocidad de circulación» no es el concepto más conveniente en el que basar nuestras investigaciones...

El hecho de que, en general, los bienes pasan a través de un gran pero variable número de manos en su camino desde el productor al consumidor, no afecta la validez de nuestra investigación original. Sin embargo, cuando intentamos establecer una conexión entre «la velocidad de circulación» y el valor del dinero, se introducen graves complicaciones. Mr. Mill es consciente del mal, pero no señala el remedio ³⁷.

Esta forma de actuar es congruente con su objetivo: proporcionar una teoría del valor del dinero y no una teoría de la demanda de dinero ³⁸.

La demanda de dinero

No me voy a detener en un análisis pormenorizado de la demanda de dinero por parte Marshall. A su ya citada exposición del enfoque de los saldos

³³ Vid. Friedman (1949).

³⁴ Vid. Laidler (1990a), p. 53.

³⁵ La curva de demanda de dinero en forma de hipérbola rectangular representaría, así, diferentes situaciones de equilibrio a largo plazo, en los que los individuos habrían descontado los efectos renta. Sobre el valor del dinero a largo plazo véase Méndez Ibisate (1988a), p. 391, texto con numeración 58, al final de la página, donde Marshall renuncia al enfoque del coste de producción como determinante del valor del dinero a largo plazo. En los siguientes apartados amplió el análisis sobre la demanda y la oferta de dinero, que hasta el momento ha sido considerada como una variable exógena, pero que no siempre fue así en el análisis de Marshall.

³⁶ La complejidad e inadecuación de la variable «velocidad de circulación de las transacciones» a las situaciones en que los intercambios se hallan basados casi plenamente en el crédito, y existen multiplicidad de transacciones intermedias.

³⁷ Marshall (1871), pp. 166 y 169.

³⁸ Vid. Marshall (1871), pp. 165-166. Cuando uno empieza a leer el texto del «Essay on Mo-

reales voy a añadir dos afirmaciones que trataré de demostrar: a) Marshall no consideró que las variables que formaban parte de su enfoque de la demanda fuesen constantes o estuviesen dadas por factores exógenos; y b) el peculiar enfoque dado por Marshall al estudio de la demanda le permitió establecer en gran parte los motivos de demanda (motivo de transacciones, precaución y especulación) de dinero, enumerados y analizados explícitamente por Keynes en su *Teoría General*³⁹.

Según Marshall, la relación que establece la teoría de la «cantidad de dinero» de los precios «entre cantidad de circulante y nivel general de precios puede modificarse permanentemente por diversas causas»:

Primero, por cambios en la población y riqueza que varíen el ingreso total; segundo, por el desarrollo de las entidades de crédito, que suplen el dinero con otros medios de pago; tercero, por los cambios en los procedimientos de transporte, de producción y de los negocios en general [mejoras en la productividad inducidas por mejoras tecnológicas y mejoras de organización], que afectan el número de manos por las que van pasando las mercancías en su proceso de fa-

neyn», lo primero que se encuentra es una formulación básica y resumida de la formación del valor en las mercancías. Tras dejar claro Marshall que ese es el problema para el caso del dinero, se adentra a estudiar los motivos de demanda de saldos *reales* de dinero.

³⁹ Remito al lector que desee comprobar este punto a Méndez Ibisate (1988a) donde, tras una exposición simplificada —y siguiendo los manuales al uso— del tratamiento teórico de cada uno de los tres motivos de demanda de dinero, intento aportar textos originales de Marshall que corroboren mi afirmación.

Los textos originales para el motivo de transacciones se reproducen en *ibid.*, pp. 515-519; para el motivo precaución, en pp. 526-532; y para el motivo especulación —tal vez el más dudoso—, pp. 533-534 y 543-548; así como las respectivas notas.

Uno de los primeros economistas que habló de demanda de dinero por motivo de precaución fue Richard Cantillon, que en su *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general* (1755) escribe:

«Muchos propietarios, empresarios, etc., guardan siempre algún dinero contante en sus bolsas o en sus cajas para afrontar casos imprevistos y no quedar exhaustos... Nunca llegamos a gastar hasta el último centavo; disfrutamos sabiendo que no estamos desprovistos del todo y que recibiremos un nuevo refuerzo de ingreso antes de pagar, incluso, una deuda, con el dinero que se posee» [Cantillon (1755), p. 97].

Laidler ha llamado la atención acerca de la importancia y trascendencia que tiene el reconocimiento de la demanda de dinero por el motivo precaución:

«Las tenencias de dinero por motivo de precaución y la rigidez de precios provienen ambas de la misma fuente, a saber, las imperfecciones de información que caracterizan una economía en la que la actividad está coordinada por el intercambio monetario» [D. Laidler (1990b), p. 10].

Bridel (1987), pp. 1-2 y 29-30, y sobre todo Bigg (1990), pp. 18-19 y 24, también afirman que en Marshall puede reconocerse el motivo especulación de demanda de dinero (aunque «tenuamente» para Bridel, ya que Marshall no llevó hasta sus últimas consecuencias su análisis del efecto de los saldos reales y, por tanto, no logró todo el fruto que hubiese sido posible). *Vid.* Bridel (1987), p. 26. Gaynor (1991), pp. 38 y 40, también acepta un cierto elemento especulativo entre los motivos de demanda de dinero de Marshall, si bien se muestra cauto al respecto. Se refuerza, por tanto, la importante influencia que Marshall ejerció en la posterior elaboración de la teoría monetaria por parte de sus discípulos en Cambridge, especialmente en Pigou y J. M. Keynes, y la hipótesis de una línea de continuidad en el desarrollo de la teoría monetaria.

bricación y venta, y puede ser modificada temporalmente por las fluctuaciones de la actividad y de la confianza comercial en general ⁴⁰.

Una vez más, la clave del análisis de Marshall se encuentra en los supuestos *ceteris paribus* que realiza ⁴¹.

En resumen, sobre la demanda *nominal* de saldos en efectivo influyen el nivel general de precios (que es decir que nuestra demanda de dinero es una demanda de saldos *reales*); la velocidad de circulación del dinero (eso cuando Marshall hace expresa mención de esta variable, ya que no se considera en el que aquí hemos denominado «enfoque de Marshall») ⁴²; la demanda que se realiza de metal-dinero (cuando se trata de un patrón mercancía —oro o plata—) para otros usos industriales, ornamentales o de simple reserva; el volumen de negocios o transacciones (que Marshall mide por el ingreso o renta agregada y, en otras ocasiones, por la riqueza) ⁴³; los hábitos comerciales (o en qué proporción se utilizan otros instrumentos alternativos de pago respecto del dinero, así como su invención); la distribución de la renta y del nivel social de las personas (este último elemento sólo es relevante en la demanda individual, y a nivel

⁴⁰ Marshall (1923), p. 45. Estos mismos supuestos se reproducen en Marshall (1923), p. 48. Véase también Marshall (1926), pp. 21-22 y 267. Marshall (1926), pp. 139-140, expone cómo otras formas de crédito, que actúan en lugar del dinero, también afectan a la formulación de la teoría cuantitativa.

⁴¹ Es de sobra conocida la importancia de los supuestos *ceteris paribus* en el análisis marshalliano de la teoría de los precios, y en concreto de su teoría de la demanda. En el caso del análisis de la teoría monetaria la importancia de los *ceteris paribus* queda plasmada en el siguiente pasaje de Marshall:

«Aunque admitamos la doctrina de que, "permaneciendo los demás factores constantes, los precios se elevan o descienden proporcionalmente a cada incremento o disminución en el metal o metales que se utilizan como patrón de valor", considero que la cláusula condicionante, "permaneciendo los demás factores constantes", es de importancia arrolladora y exige cuidadosa atención» [Marshall (1926), pp. 21 y 22. Cursivas en el original].

Bridel (1987), p. 26, se equivoca cuando afirma que Marshall no especificó los *ceteris paribus* de la Teoría Cuantitativa. En cambio Bigg (1990), pp. 18-19 y 21, Laidler (1990a), y Gaynor (1991), pp. 38 y nota 1, y 40, señalan también la importancia de los *ceteris paribus* en la teoría del dinero de Marshall.

⁴² No obstante, Marshall —como J. S. Mill— tuvo en cuenta que las variaciones en la velocidad (el lado de la demanda) eran cuando menos tan importantes como las variaciones en la cantidad de dinero (el lado de la oferta).

«... la condición "permaneciendo los demás factores constantes" supone que deben ser considerados por separado los cambios en el volumen de negocios (transacciones) y los métodos de pago» [Marshall (1926), p. 22].

⁴³ Esto crea un problema, pues ambos conceptos no son iguales. Vid. Laidler (1990a), p. 54, nota 11. Bigg (1990), p. 24, señala que Marshall utilizó en la presentación de su enfoque de los saldos reales hasta tres posibilidades: una proporción del ingreso o renta, una proporción de la riqueza y una combinación de ambas. Véanse, respectivamente, Marshall (1923), p. 45; Marshall (1923), p. 44, y Marshall (1926), pp. 267-268, pregunta 11759.

agregado basta con tener en cuenta la primera); el estado de desarrollo de la sociedad (término que incluye la creación y expansión de las entidades de crédito, el desarrollo del transporte y los métodos de producción o la tecnología)⁴⁴; la población; las fluctuaciones generales del crédito, la confianza y la actividad comercial; sobre la demanda de dinero *individual*, las ocupaciones que las personas ejercen, sus respectivos temperamentos (aversión al riesgo, previsión de las gentes...); y, sobre la demanda de dinero *agregada* de una determinada moneda nacional, el «prestigio» de dicha moneda⁴⁵.

Por si se considerasen aún escasas las variables que afectan a la demanda de dinero y, por tanto, los motivos para considerar la teoría cuantitativa de Marshall como un importante refinamiento teórico, he sostenido en otra parte⁴⁶ que la proporción k que los individuos mantienen como saldos en efectivo depende de la tasa de interés y de las expectativas:

El dinero conservado en mano no genera ingreso alguno; por lo tanto, todos comparan (de forma más o menos automática e instintiva) los beneficios que obtendrán si aumentan su cantidad de dinero que mantienen en efectivo, con lo que obtendrían si invirtiesen algo de ese dinero en un bien —pongamos un abrigo o un piano— del que derivarán un beneficio directo, o en algún negocio industrial o un título bursátil, del que obtendrán un beneficio monetario⁴⁷.

Conociendo la teoría de la formación del tipo de interés de Marshall no resulta atrevido interpretar que cuando el individuo se enfrenta a la decisión de mantener una proporción de sus ingresos en saldos disponibles de efectivo,

⁴⁴ Estas tres últimas variables influían en la demanda de dinero indirectamente a través del desarrollo de los sustitutos de la moneda circulante (billetes, cheques, letras de cambio, pagarés...) para realizar transacciones; y eso ya había sido incluido en los «hábitos comerciales».

⁴⁵ Véase Méndez Ibisate (1988a), pp. 481-495. Obsérvese la gran importancia que Marshall concede tanto a los factores «tecnológicos» o económicos como a los institucionales. Tomo «el prestigio» de la moneda como un factor «tecnológicos», pues Marshall está considerando la influencia de las *expectativas*:

«La influencia que el crédito (reputación) de una moneda ejerce sobre el deseo de la población de conservar una parte de sus recursos directamente, en metálico o en sus bolsillos o en un banco, o indirectamente, en forma de valores o títulos cotizables en bolsa que producen una renta fija expresada en dinero... puede ser muy importante si se deteriora... De hecho, todo aumento desproporcionado en el volumen de moneda inconvertible tiende fácilmente a rebajar el valor de cada unidad en proporción superior a dicho aumento: porque rebajará el crédito de la moneda e inducirá a todos a conservar en forma de dinero una cantidad de sus recursos menor a la que de otra forma hubieran conservados» [Marshall (1923), pp. 47-48].

Sobre las expectativas, *vid. infra*, nota 49.

⁴⁶ Véase Méndez Ibisate (1988a), pp. 495-507.

⁴⁷ Marshall (1923), pp. 38-39. Un texto similar, cincuenta y dos años antes, en Marshall (1871), p. 167.

el coste de oportunidad que debe considerar (como sugiere el texto) viene medido por el tipo de interés. Pero más aún, Marshall afirma que:

Lo que afirmo con respecto a la tasa de descuento pretende explicar, no el alza permanente en los precios, sino las mayores provisiones de moneda en los bolsillos de la gente que sostienen permanentemente los precios ⁴⁸.

Respecto a las expectativas como variable que influye en la demanda de dinero, baste añadir el siguiente texto de Marshall a las referencias ya hechas:

La demanda de un metal para los fines de atesoramiento se incrementa por un alza continua en su valor [una caída continua en el nivel absoluto de precios] y disminuye por un descenso continuo en su valor, porque las personas que atesoran creen que lo que ha estado subiendo de valor probablemente continuará aumentando y viceversa ⁴⁹.

La oferta de dinero

Como ya se ha insistido, Marshall estudió la teoría de la demanda de dinero no porque estuviese interesado en ella *per se*, sino porque formaba parte de la teoría del nivel general de precios ⁵⁰. «El modelo económico en el que desarrolla dicho análisis [en el «Essay on Money»] utiliza como medio de cambio

⁴⁸ Marshall (1926), p. 45, pregunta 9661. Laidler (1985) afirma que la *k* de la ecuación de Cambridge no debe considerarse como un parámetro que permanece constante en el tiempo. Por el contrario, el tipo de interés se incorporaba como una de las variables que la afectaban, y que —por tanto— determinaban la demanda de dinero (*vid.* Laidler (1985), p. 50, y nota 3 en dicha página). Sin embargo, Laidler (1991) matiza su posición al respecto —me atrevería a decir que la cambia completamente— y trata el texto citado en la nota 47, *supra*, como una excepción, afirmando que Marshall no contempló —en el manuscrito de 1871— el tipo de interés como variable que afectase a la demanda de dinero [*vid.* Laidler (1991), p. 62].

⁴⁹ Marshall (1926), p. 6. *Vid. supra*, nota 45 y los textos reproducidos en esa nota y en *supra*, nota 32. Respecto a las expectativas, Laidler (1991) afirma que Marshall tampoco trató la influencia de la inflación esperada sobre la demanda de dinero, reduciendo el papel que he concedido a las mismas aquí. El propio Laidler cita el siguiente texto de Marshall:

«El nivel de precios que sustentará un volumen dado de dinero, es propenso a quedar afectado por cualquier falta de credibilidad y confianza en dicho dinero... Cuanto menor sea el crédito (la confianza) de la moneda, menor será la proporción de sus recursos que la gente desea mantener en forma de dinero... si el crédito de una moneda cae, su valor desciende respecto a las mercancías, incluso aunque no se produzca ningún cambio en su volumen» [Marshall (1926), p. 269].

Laidler cree, no obstante, que este texto, que parecería incluir el efecto de las expectativas de inflación sobre la demanda de dinero, «queda bien lejos de poderse considerar como una elección marginal bien calculada» [Laidler (1991), p. 62].

⁵⁰ *Vid.* Laidler (1990a), p. 54.

“las conchas de cierta clase de molusco extinguido” y produce grano»⁵¹. En este modelo simplificado Marshall afirma:

si hubiese un millón de conchas, y el ingreso de la nación fuese de sesenta millones de *bushels* de grano, una concha valdría, según la primera hipótesis [si cada individuo de la nación decide mantener un poder adquisitivo sobre los bienes en forma de dinero igual a la décima parte de su ingreso anual], seis *bushels*. Después del cambio en los hábitos [de modo que las tenencias de dinero cayesen a una veinteava parte del ingreso], el valor de cada concha disminuirá... hasta que cada concha valga únicamente tres *bushels*⁵².

He aquí un caso específico de la formación del valor del dinero según su demanda y su oferta, que es considerada como exógena⁵³. Pero aunque para algunos efectos Marshall consideró la oferta monetaria como exógena, su análisis completo tomó dicha variable como endógena y, en teoría, trabajó con una oferta monetaria endógena. Más adelante, siguiendo el mismo texto anterior, Marshall generaliza su modelo a tres casos más:

Supongamos, primero, que estas conchas pueden encontrarse mediante obras de dragado, y de esta forma incrementar el número total de ellas; mantenemos el supuesto de que las conchas son la única forma de dinero y que ninguna otra cosa, a excepción de las conchas, se utiliza como dinero...

[Segundo], considerando aún que ninguna otra cosa a excepción de las conchas se utiliza como dinero, supongamos ahora que las conchas se utilizan además como ornamentación y otros propósitos, siendo, de hecho, consideradas como mercancías...

Supongamos, por último, que otras cosas se utilizan como dinero a la vez que las conchas: el papel o cualquier otra cosa⁵⁴.

En el primer caso, Marshall expone que un movimiento descendente en la demanda de dinero de toda la economía podría conducir el valor de las conchas «permanentemente por debajo de su coste de producción»; pero que un movimiento ascendente podría hacer «beneficioso dragar a niveles cada vez más profundos en el agua». En el segundo caso señala que la demanda de conchas como mercancía —independientemente de sus usos monetarios— rompería (excepto en un caso muy excepcional) la relación proporcional entre la cantidad de conchas y su valor. Y en el tercer caso,

⁵¹ Laidler (1990a), p. 54.

⁵² Marshall (1871), p. 168.

⁵³ Mi opinión e interpretación del tema se exponen en Méndez Ibisate (1988a), pp. 551-556.

⁵⁴ Marshall (1871), pp. 171, 172 y 173.

el efecto de estas invenciones [papel moneda y otros instrumentos] es provocar otras formas de cambio que sustituyan a aquellas en las que el dinero toma parte... [Tales invenciones] provocan que la cantidad de mercancías sobre las que las personas deciden mantener una disponibilidad de demanda en forma de dinero efectivo disminuya: [dichos instrumentos] disminuyen, así, el valor de las conchas o (como ya podemos decir) del oro y de la plata; por lo tanto [tales instrumentos financieros en desarrollo] establecen una mayor libertad para que la mayoría de las conchas [o el oro y la plata] sean utilizadas como mercancías y, al mismo tiempo, disminuyen la mano de obra destinada a explotar las minas para obtener los medios de hacer lo que, en muchos casos, puede hacerse mejor evitando el uso del oro y de la plata ⁵⁵.

Marshall sintetiza así la teoría cuantitativa y el enfoque del coste de producción, permitiendo la integración de este último en un análisis de la oferta monetaria como variable endógena ⁵⁶. Marshall se percató de que el coste marginal de producción del metal precioso —que los clásicos habían considerado como el factor exógeno determinante del nivel general de precios a largo plazo— «era una variable endógena cuyo valor dependía de la naturaleza de las instituciones monetarias» ⁵⁷, puesto que la invención, introducción y extensión de instrumentos financieros que desempeñasen las funciones del oro y de la plata «disminuirían la cantidad de trabajo destinada a explotar las minas», quedando la mano de obra libre para ocuparse en otros sectores.

Sólo en una economía estacionaria en la que la capacidad de compra del dinero es exactamente igual al coste que rige en el margen de producción de las minas más provechosas, y en las que, por tanto, la producción sería igual a cero, podría considerarse el nivel general de precios determinado únicamente por factores técnicos ⁵⁸.

Una vez más se pone de manifiesto que los elementos institucionales pesaban mucho en el análisis teórico de Marshall, también en el lado monetario de la economía ⁵⁹.

⁵⁵ Marshall (1871), p. 173.

⁵⁶ «Las interacciones entre el tamaño del *stock* existente de metal, la proporción de dicho *stock* que se emplea para usos monetarios y por consiguiente su tasa presente de flujo de producción, son todas (variables) relevantes para determinar su coste de producción marginal que no es, por tanto, una variable exógena» [Laidler (1991), p. 10].

⁵⁷ Laidler (1990a), p. 55.

⁵⁸ Laidler (1990a), p. 55. Texto reproducido en Laidler (1991), p. 55.

⁵⁹ En Méndez Ibisate (1988a), algunas partes de los caps. IV y V, señalo la importancia que tenía para Marshall el papel desempeñado por las instituciones financieras, que creaban y desarrollaban nuevos instrumentos de crédito —a gran velocidad, según él—, debido al progreso y desarrollo experimentados en las sociedades capitalistas de su tiempo. Ello, a su vez, contribuía

Esto no quiere decir que el coste de producción para Marshall no tuviese importancia o influencia alguna en la determinación del valor del dinero. La tenía por el lado de la oferta de dinero. Pero el coste de producción dejaba de ser, en manos de Marshall, el único determinante (o incluso el factor predominante) del valor del dinero, y ello suponía un gran paso respecto de los clásicos. Estas consideraciones sobre el coste de producción como una parte de la teoría del valor del dinero (pero no como explicación única del mismo a largo plazo) fueron matizadas pero no olvidadas por Marshall en sus escritos posteriores ⁶⁰.

Qué es dinero para Marshall ⁶¹

Hemos establecido la importancia que para Marshall tenían los instrumentos financieros y medios de pago alternativos que desempeñaban algunas funciones del dinero.

Marshall no concedió especial importancia a la distinción entre el dinero y los demás activos. Utilizó abundantemente en sus análisis una definición de dinero que consistía en monedas acuñadas de oro o plata, o moneda y billetes de banco (considerando tanto el caso en que fuesen convertibles como que no lo fuesen). Tal concepción no difiere mucho de la que hoy en día tenemos, e incluso llega a ampliar ese concepto cuando dice que «cuando no se presupone algo en contra, el término «dinero»... consiste en aquellas cosas que son por lo general (en todo tiempo y lugar) medios corrientes de pago... para adquirir bienes y servicios y sufragar las obligaciones comerciales» ⁶².

al progreso y desarrollo de dichas sociedades, tal como relata Marshall.

Como ha puesto de manifiesto Laidler (1991), p. 59, el contraste entre la versión de Cambridge de la teoría cuantitativa y la versión de Fisher no está en una diferencia de énfasis en los factores institucionales frente a la elección individual, sino en el uso o abandono del concepto de velocidad de circulación del dinero.

⁶⁰ Véanse como ejemplos Marshall (1925), pp. 200-201 [texto reproducido en Méndez Ibisate (1988a), p. 391], y Marshall (1926), p. 269 [citado parcialmente en Méndez Ibisate (1988a), p. 576, nota 73].

⁶¹ Existe un tratamiento específico de este punto en Méndez Ibisate (1988a), pp. 379-383. Bridel (1987), p. 27, pone especial énfasis en admitir una definición amplia de la oferta monetaria en Marshall, en la que incluye los instrumentos de crédito como parte de la definición de dinero. Laidler (1990a), según se cita en este trabajo, y Gaynor (1991), p. 40, también señalan la inclusión del crédito como parte de la oferta monetaria, con lo cual se transforma dicha variable en endógena, tal como sostuve en la sección precedente.

⁶² Marshall (1923), p. 13.

Pero sí consideró de crucial importancia, sin ser el primero ⁶³, el papel desempeñado por el «dinero bancario» o cuasi-dinero (los depósitos) en el sistema monetario, debido a las razones ya esgrimidas (papel de las instituciones y su desarrollo, y relevancia de la proporción en que se utilizan otros instrumentos alternativos de pago respecto del dinero como factores determinantes de la demanda y oferta del dinero y, por tanto, de su valor). Marshall expuso el análisis de lo que conocemos hoy como el multiplicador bancario de los depósitos (proceso por el que a través de los depósitos bancarios se produce una creación o expansión de la base monetaria del sistema) ⁶⁴.

Como nos revela Eshag, Marshall conocía bien el argumento de su contemporáneo Giffen, en el sentido de que la cantidad de reservas en efectivo de los bancos y, por tanto, de los depósitos bancarios, se veían afectados por el nivel de ingreso nominal ⁶⁵. El proceso era que un aumento del ingreso nominal, un auge, provocaría una pérdida de reservas en efectivo debido a los aumentos en la demanda nominal de saldos en efectivo. Al incluir los depósitos bancarios en la definición de dinero todo este mecanismo significaba, ahora de forma clara, que el nivel absoluto de los precios y el ingreso real afectaban a la oferta monetaria, que quedaba como una variable endógena.

Otras aportaciones de Marshall a la teoría monetaria

Es cierto que en el análisis de los economistas clásicos existieron referencias acerca de que los agentes mantenían una determinada cantidad de efectivo en sus manos para atender demandas imprevistas (es decir, una aproximación de la teoría de la demanda de dinero en términos del enfoque de Marshall). Hasta donde llega mi conocimiento, A. Smith, H. Thornton y J. S. Mill así lo hicieron; y el propio Marshall cita a William Petty ⁶⁶. Pero, con excepción de J. S. Mill, «tal noción no desempeñó un papel esencial en el análisis clásico» ⁶⁷. Mill sí consideró que la demanda de saldos monetarios variaba con

⁶³ Véase al respecto las ideas presentadas por Thornton (1802) y Mill (1848).

Laidler (1990a), p. 57, cita el trabajo de J. Pennington (1829), *Paper Communicated by Mr. Pennington*, como uno de los primeros expositores de la expansión múltiple de los depósitos.

⁶⁴ Un análisis detallado, con textos de Marshall, puede encontrarse en Méndez Ibisate (1988a), pp. 452-453 y 555-556.

⁶⁵ Cf. Eshag (1965), pp. 16-18. Citado en Méndez Ibisate (1988a), pp. 555-556.

⁶⁶ Marshall (1923), p. 47. Y en la nota 1 de dicha página Marshall cita a Petty, Locke, Cantillon y Smith como autores que se preocuparon por el problema de cuánto dinero necesita una nación para llevar a cabo su comercio sin problemas. *Vid. supra*, nota 38.

⁶⁷ Laidler (1990a), p. 58.

las fluctuaciones del ciclo económico, de forma que en un proceso especulativo alcista la demanda de saldos de efectivo disminuía, y, cuando el proceso tornaba al inverso (cuando aparecía la crisis), la pérdida de confianza asociada al mismo provocaba un aumento en la demanda de saldos en efectivo que precipitaba la caída de la economía, en ocasiones de forma estrepitosa como consecuencia de la crisis de confianza en el sistema monetario y financiero y del consiguiente pánico ⁶⁸.

Debido, sin duda, a su peculiar enfoque de la teoría del valor del dinero (que superaba los problemas clásicos del valor), y en particular al enfoque de la demanda de saldos reales, Marshall realizó interesantes aportaciones a la teoría del ciclo.

En un tono muy clásico Marshall comienza describiendo el ciclo como «un estado de inactividad [reposo], -luego, de mejoramiento, -crecimiento de la confianza general, -prosperidad, -alboroto, -saturación comercial, -convulsión, -tensión, -estancamiento, -agotamiento, -finalizando, de nuevo, en reposo» ⁶⁹. Y continúa, citando y siguiendo la interpretación de J. S. Mill acerca de la ley de Say, afirmando que «lo que constituye los medios de pago para adquirir mercancías es, simplemente, mercancías», esforzándose, así, en negar que las crisis y las fases de caída del ciclo estuviesen caracterizadas por una sobreproducción general. Sin embargo admitió, siguiendo a J. S. Mill, que «aunque los hombres poseen el poder de compra, pueden decidir no utilizarlo» como consecuencia de una falta de confianza ⁷⁰. «El resultado es un estado de desorganización comercial tal», que sólo puede remediarse «restaurando la confianza».

⁶⁸ Vid. Laidler (1990a), p. 58. Vid. Méndez Ibisate (1988a), pp. 123-124. Vid. Méndez Ibisate (1988b), pp. 89-90.

⁶⁹ A. Marshall and M. P. Marshall (1879), p. 153. Marshall señala que la cita es famosa y corresponde a lord Overstone. Marshall la repite en Marshall (1923), p. 246, y de nuevo cita a lord Overstone en la nota 2 a pie de dicha página.

⁷⁰ A Marshall and M. P. Marshall (1879), p. 154. Este texto aparece también en Marshall (1890), pp. 710-711.

Marshall trata también en otras obras el tema del ciclo comercial: Vid. Marshall (1887), pp. 188-211, sobre todo pp. 189-197 y *vid.* Marshall (1923), pp. 75-76, 247-251.

Marshall resaltó el papel desempeñado por la tasa de interés y las expectativas en el ciclo del crédito [*vid.* Marshall (1923), pp. 254-258, 246 y 249] y la repercusión que sobre el ciclo tienen las actuaciones de algunas instituciones financieras, como bancos comerciales e industriales, el Banco de Inglaterra, la Bolsa de Valores, o la misma situación de la organización industrial (estructura y desarrollo) [Marshall (1923), pp. 86-87, 89-90 y 258-259].

Estos ciclos crediticios —fenómenos a corto plazo— tenían para Marshall repercusiones sobre la actividad y el empleo de la economía. [Además de los textos ya citados, *vid.* Marshall (1913), pp. 401-402.]

Véase un estudio preliminar del tratamiento que hizo Marshall de las fluctuaciones comerciales y del crédito en Méndez Ibisate (1988a), pp. 771-811.

Hasta aquí Marshall realiza un análisis convencional clásico; pero a continuación se centra en «La conexión [existente] entre un descenso en los precios y una suspensión de la industria [(o de la actividad) que] exige un análisis más detallado»⁷¹. Y explica dicha conexión como sigue:

Rara vez ocurre... que los gastos que un fabricante debe pagar desciendan proporcionalmente tanto como el precio que obtiene por sus bienes. Ya que cuando los precios aumentan, el alza en el precio de los bienes finales [de consumo] es generalmente más rápido que el del precio de las materias primas, y siempre más rápido que el del precio del trabajo; y cuando los precios están cayendo, la caída en el precio de los bienes acabados es generalmente más rápida que la del precio de las materias primas, y siempre más rápida que la del precio del trabajo⁷².

«He aquí una explicación de las fluctuaciones en el ingreso real y el empleo basadas en el postulado de la rigidez de los salarios monetarios»⁷³.

Además de esta ampliación de la teoría clásica del ciclo que abarcase las variables reales, cosa que ya había hecho H. Thornton en 1802, Marshall tomó en consideración el comportamiento de la demanda de dinero en el curso del ciclo de forma más completa al aplicar el efecto de los saldos reales. En su artículo de 1887 «Remedios para las fluctuaciones del nivel general de precios», publicado originalmente en la *Contemporary Review*, después de haber realiza-

Respecto al tema de la Ley de Say en Marshall, véase Méndez Ibisate (1988a), p. 757 y el Apéndice H, incluido con el título «Alfred Marshall y la Ley de Say».

⁷¹ A. Marshall and M. P. Marshall (1879), p. 155.

⁷² A. Marshall and M. P. Marshall (1879), p. 155.

⁷³ Laidler (1990a), p. 59. Vid. Méndez Ibisate (1988a), p. 755 (texto), y 756.

Marshall utilizó —antes que J. M. Keynes— la rigidez de los salarios monetarios a la baja como factor que impedía la restauración del equilibrio durante un proceso cíclico. Y antes que Marshall, economistas clásicos, como Thornton (1802) y Torrens, utilizaron este argumento como una causa por la que un impacto monetario afectaba el nivel de actividad real; es decir, como factor cíclico. [Vid. O'Brien (1975), pp. 162-165, y vid. Humphrey (1991), todo el artículo, pero sobre todo pp. 4 y 7.]

En realidad, y a diferencia de algunos modelos keynesianos, J. M. Keynes no consideró la rigidez salarial como el problema *fundamental* por el que el modelo «clásico» no funciona.

Marshall llega a afirmar tajantemente que:

«Cuando el crédito se quebranta y los precios comienzan a descender... como los sueldos y salarios se estipulan en dinero, cuyo valor está subiendo, el patrono paga salarios reales más elevados de lo que es costumbre en ese momento a menos que pueda lograr una reducción en los salarios monetarios. Es ésta una tarea difícil, en parte porque los asalariados temen, y no sin razón, que una vez que hayan permitido una reducción en sus salarios nominales éstos no vuelvan a elevarse fácilmente. De modo que prefieren cesar en el trabajo antes que aceptar una reducción nominal, incluso aunque ello no supusiese una reducción real (de su salario)» [Marshall (1887), pp. 191-192. Reproducido en Marshall (1923), pp. 18-19].

do una clara exposición de la distinción entre tipos de interés nominales o monetarios y tipos de interés reales, Marshall afirma que:

cuando los precios tienen probabilidades de subir, la gente se precipita a pedir prestado y adquirir bienes, lo que contribuye a aumentar aún más los precios... quienes trabajan a base de capital tomado a préstamo devuelven un valor real menor del que recibieron, y se enriquecen a expensas de la comunidad...

Cuando, más tarde, el crédito se quebranta y los precios comienzan a descender, todos desean deshacerse de las mercancías y adquirir dinero, cuyo valor aumenta con rapidez ⁷⁴.

He aquí expuesto un efecto de saldos reales, en el que las variaciones en la demanda de dinero, que responden a variaciones *esperadas* y observadas de variables que quedan afectadas por el transcurso del impacto cíclico (nivel de precios, tasa de inflación, tipo de interés, nivel de actividad,...), generan —a su vez— movimientos procíclicos. Esta clase de movimientos en la demanda de dinero ya había sido señalada, entre otros, por John Stuart Mill y, como he expuesto en otro lugar, fue utilizada por los miembros de la denominada *Banking School* para propugnar la discrecionalidad relativa en las actuaciones de política monetaria por parte de las autoridades, y el manejo del dinero como instrumento de lucha anticíclica ⁷⁵.

D. Laidler expone esta misma idea de Marshall y afirma:

El mecanismo que guía lo que hoy en día denominaríamos como demanda agregada, es un efecto de saldos reales, provocado por las variaciones en la cantidad demandada de dinero, que a su vez surgen de las variaciones [esperadas y] observadas de los rendimientos relativos procedentes de las tenencias de dinero efectivo y de bienes; y todo ello complementado por los efectos experimentados en el mercado de crédito por motivo de un retraso en [la adecuación de] la tasa real de interés respecto de la tasa monetaria ⁷⁶.

Respecto a las tasas real y monetaria de interés, Marshall hace una ulterior observación en sus *Principios* que remarca tanto la importancia de éstas en el ciclo, como el papel desempeñado por la tasa de interés real en la interconexión entre el lado real y el monetario de la economía:

Cuando discutamos las causas de los períodos alternos de inflación y depresión de la actividad comercial, encontraremos que se hallan íntimamente conec-

⁷⁴ Marshall (1925), pp. 190-191.

⁷⁵ Vid. Méndez Ibisate (1988b), pp. 89-90.

⁷⁶ Laidler (1990a), p. 60.

tadas con aquellas variaciones en la tasa real de interés provocadas por los cambios en el poder adquisitivo del dinero ⁷⁷.

5. CONCLUSIONES

He querido demostrar que, pese a sus muchas deudas intelectuales y teóricas con los economistas clásicos (o gracias a ellas), la teoría monetaria de Marshall superó inconsistencias de la teoría monetaria clásica y contribuyó a elevar dicha teoría, y a la economía monetaria, a la categoría de rama de la ciencia económica y a ser lo que hoy es.

Continuador de una línea teórica en el campo del dinero, sin embargo Marshall fue más allá que sus predecesores y elaboró, o esbozó, muchos de los avances analíticos que en teoría monetaria marcaron el desarrollo de ese campo particular de la ciencia económica en la primera mitad del siglo XX. Su peculiar enfoque microeconómico de los problemas en general le permitieron abordar el problema del valor del dinero como el de cualquier otro bien, con la ventaja de que aplicó los avances analíticos que se habían introducido (que él había introducido) en la microeconomía al problema particular del dinero. Ello le llevó a desarrollar —independientemente de su preocupación moral por que los individuos dispusieran de una moneda que cumpliese correctamente sus funciones— una teoría completa de la demanda de saldos reales de dinero, que incluía los distintos motivos por los que los individuos desean mantener saldos monetarios en su poder, como parte integrante de su explicación de la teoría del valor del dinero; es decir, de la teoría de «la cantidad de dinero» de los precios.

Sus incursiones en estos terrenos le llevaron también a analizar otros aspectos de la economía tales como las interconexiones entre el lado real y el monetario, y, por tanto, a tratar el problema de los ciclos y las fluctuaciones y contemplarlo como efecto de los males monetarios.

En definitiva, Alfred Marshall también aportó nuevas ideas en algunos aspectos de la macroeconomía —como ya lo había hecho en la microeconomía—, y hasta me atrevería a afirmar que también aportó nuevos métodos con la aplicación del esquema y enfoque microeconómico a problemas macroeconómicos. Sus ideas y teorías fueron recogidas y desarrolladas más o menos pronto, tanto por su discípulo J. M. Keynes como por otros teóricos cuantitativos de la Escuela de Cambridge o algunos monetaristas de Chicago, como Mil-

⁷⁷ Marshall (1890), Libro VI, cap. VI, secc. 7, p. 594. En general, este capítulo es una excelente muestra del tratamiento que Marshall otorga a la teoría del interés del capital.

ton Friedman. La aplicación del esquema y enfoque microeconómicos al campo de la macroeconomía ha tenido que esperar hasta la década de los ochenta y, salvo en la «filosofía» que hay detrás, poco o nada tiene ya que ver con el desarrollo teórico de Marshall.

Pese al tiempo transcurrido y los avances teóricos alcanzados seguimos sin poder responder a la cuestión que Marshall dejó planteada en una carta, dirigida a J. M. Keynes con motivo del envío, por parte de éste al maestro, de su *Tract on Monetary Reform*, donde puede leerse:

Voy a morir pronto, pero si encuentro oportunidad, preguntaré a los que lleguen a las regiones celestes si han conseguido ustedes encontrar remedio contra los males de la moneda ⁷⁸.

BIBLIOGRAFIA

- BECKER, G. S., y BAUMOL, W. J. (1952): «The Classical Monetary Theory: The Outcome of the Discussion», *Economica*, vol. XIX, pp. 355-376. Traducido al castellano en J. SPENGLER y W. R. ALLEN, *El pensamiento económico de Aristóteles a Marshall*, Madrid, Tecnos, 1971, pp. 767-785.
- BIGG, Robert J. (1990): *Cambridge and the Monetary Theory of Production. The Collapse of Marshallian Macroeconomics*, Londres, Macmillan Press.
- BLAUG, Mark (1985): *Teoría económica en retrospectiva*, Madrid, F.C.E.
- BRIDEL, Pascal (1987): *Cambridge Monetary Thought. The Development of Saving-Investment Analysis from Marshall to Keynes*, Londres, Macmillan Press.
- CANTILLON, Richard (1755): *Ensayo sobre la Naturaleza del Comercio en General*, México, F.C.E., 1950.
- COASE, Ronald H. (1984): «Alfred Marshall's Mother and Father», *History of Political Economy*, vol. 16, n.º 4, pp. 519-527.
- (1990): «Alfred Marshall's Family and Ancestry», en Rita McWilliams Tullberg (ed.), *Alfred Marshall in Retrospect*, Aldershot, Edward Elgar Publish., pp. 9-27. Una versión preliminar de este artículo fue leída en el trascurso del Seminario «Alfred Marshall's Principles of Economics - 100 Years» celebrado en la Universidad de Cambridge (Faculty of Economics and Politics), del 28 al 30 de agosto de 1990.
- ESHAG, Eprime (1965): *From Marshall to Keynes. An Essay on the Monetary Theory of the Cambridge School*, New York, Augustus M. Kelley.
- FRIEDMAN, Milton (1949): «The Marshallian Demand Curve», *The Journal of Political Economy*, vol. LVII, pp. 463-495. Existe traducción castellana en M. Friedman, *Ensayos sobre economía positiva*, Madrid, Gredos, 1967, pp. 47-95.
- GAYNOR, W. B. (1991): «Price Trends and Economic Crises in Marshall's Monetary Theory», *Journal of the History of Economic Thought*, vol. 13, n.º 1, pp. 37-53.

⁷⁸ Marshall (1925), p. 33, nota 2.

- HICKS, J. R. (1975): *Ensayos críticos sobre teoría monetaria* (2.ª ed.), Barcelona, Ariel.
- HUMPHREY, Thomas M. (1991): «Nonneutrality of Money in Classical Monetary Thought», *Economic Review. The Federal Reserve Bank of Richmond*, vol. 77, n.º 2, (marzo-abril), pp. 3-15.
- KEYNES, John Maynard (1925): «Alfred Marshall. 1842-1924», en A. C. PIGOU (ed.), *Memorials of Alfred Marshall*, New York, Augustus M. Kelley, 1966, pp. 1-65. Existe una mala e incompleta traducción española en Alfred MARSHALL, *Obras Escogidas*, México, F.C.E., 1949, pp. IX-LXXXII.
- (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres, Macmillan & Cambridge University Press, 1973. Existe una mala traducción española en México, F.C.E., 1965 (2.ª ed. corregida).
- KRISHNASWAMY, A. (1941): «Marshall's Theory of Money and Interest», *The Indian Journal of Economics*, vol. 22 (octubre), pp. 121-143. Reproducido en John Cunningham WOOD (ed.), *Alfred Marshall. Critical Assessments*, vol. III, Londres, Croom Helm, 1982, pp. 136-153.
- LAIDLER, David E. W. (1985): *The Demand for Money. Theories, Evidence, and Problems*, (3.ª ed.), New York, Harper & Row.
- (1990a): «Alfred Marshall and the Development of Monetary Economics», en John K. WHITAKER (ed.), *Centenary Essays on Alfred Marshall*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 44-78.
- (1990b): *Taking Money Seriously and Other Essays*, Cambridge (Massachusetts), The MIT Press.
- (1991): *The Golden Age of the Quantity Theory*, Londres, Philip Allan.
- MARSHALL, Alfred (1871): «Essay on Money» y «A Mathematical Note on the Value of Money», en J. K. WHITAKER (ed.) *The Early Economic Writings of Alfred Marshall. 1867-1890*, (2 vols.), Londres, Macmillan and Co., 1975, vol. 1, pp. 164-177.
- (1887): «Remedies for Fluctuations of General Prices», en A. C. PIGOU (ed.), *Memorials of Alfred Marshall*, New York, Augustus M. Kelley, 1965, pp. 188-211. Existe traducción española en Alfred MARSHALL, *Obras Escogidas*, México, F.C.E., 1949, pp. 35-59.
- (1890): *Principles of Economics* (9.ª ed., *Variorum*), C. W. GUILLEBAUD (ed.), London, Macmillan and Co., 1961, vol. I. Existe traducción española de la 8.ª edición inglesa (1920) de Emilio Figueroa, con prólogo de Manuel de Torres, en Madrid, Aguilar, 1948 y 1963.
- (1913): *Elements of Economics of Industry* (4.ª ed.), vol. I, Londres, Macmillan, 1939 (reimpresión).
- (1923): *Money, Credit and Commerce*, New York, Augustus M. Kelley, 1965.
- (1925): *Memorials of Alfred Marshall*, A. C. PIGOU (ed.), New York, Augustus M. Kelley, 1965.
- (1926): *Official Papers by Alfred Marshall*, J. M. KEYNES (ed.), Westport (Connecticut), Greenwood Press, 1979.
- and MARSHALL, Mary Paley (1879): *The Economics of Industry*, Londres, Macmillan.
- MÉNDEZ IBISATE, Fernando (1988a): *La teoría monetaria en Alfred Marshall*, Madrid, Editorial de la Universidad Complutense. Tesis Doctoral.
- (1988b): «Teorías decimonónicas del dinero en el siglo XX», *Información Comercial Española*, n.º 656, pp. 79-92.

- MILL, John Stuart (1848): *Principles of Political Economy*, J. M. Robson (ed.), Collected Works of John Stuart Mill, vols. II y III, Londres, University of Toronto Press & Routledge and Kegan Paul, 1968. Traducido al castellano en México, F.C.E., 1978.
- O'BRIEN, D. P. (1975): *The Classical Economists*, Oxford, Clarendon Press. Existe una excelente traducción española de Carlos Rodríguez Braun en Madrid, Alianza Ed., 1989.
- PATINKIN, D. (1963): *Dinero interés y precios*, Madrid, Aguilar.
- RIST, Charles (1966): *History of Monetary and Credit Theory. From John Law to the Present Day*, New York, Augustus M. Kelley. Primera edición inglesa en 1940.
- THORNTON, Henry (1802): *An Enquiry into the Nature and Causes of the Paper Credit of Great Britain*, F. A. HAYEK (ed.), Londres, Frank Cass and Co., 1962.
- WHITAKER, John K. (1972): «Alfred Marshall: The Years 1877 to 1885», *History of Political Economy*, vol. 4, núm. 1, pp. 1-61.
- (ed.) (1975): *The Early Economic Writings of Alfred Marshall. 1867-1890* (2 vols.), Londres, Macmillan and Co.